BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

Monetary Policy Report

October 2007

www.bankofcanada.ca

Canada's Inflation-Control Strategy*

Inflation control and the economy

- Inflation control is not an end in itself; it is the means whereby monetary policy contributes to solid economic performance.

- Low inflation allows the economy to function more effectively. This contributes to better economic growth over time and works to moderate cyclical fluctuations in output and employment.

The monetary policy instrument

- Announcements regarding the Bank's policy instrument—the target overnight interest rate—take place, under normal circumstances, on eight prespecified dates during the year.

- In setting a target for the overnight rate, the Bank of Canada influences short-term interest rates to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags—the impact on inflation from changes in policy rates is usually spread over six to eight quarters.

The targets

- In February 1991, the federal government and the Bank of Canada jointly agreed on a series of targets for reducing total CPI inflation to the midpoint of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. The inflation target has been extended a number of times. In November 2006, the agreement was renewed for a period of five years to the end of 2011. Under this agreement, the Bank will continue to conduct monetary policy aimed at keeping total CPI inflation at 2 per cent, with a control range of 1 to 3 per cent around the target.

Monitoring inflation

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by transitory fluctuations in the prices of such volatile components as fruit and gasoline, as well as by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank uses a *core* measure of CPI inflation as an indicator of the underlying trend in inflation. This core measure excludes eight of the most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes.

* See "Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target." Press Release (23 November 2006) and Background Information. Reprinted in the *Bank of Canada Review* (Winter 2006–2007): 45–59.

Bank of Canada
234 Wellington Street
Ottawa, Ontario
K1A 0G9

CN ISSN 1201-8783

Printed in Canada on recycled paper

BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT

— October 2007 —

This is a report of the Governing Council of the Bank of Canada:
David Dodge, Paul Jenkins, Sheryl Kennedy, Pierre Duguay,
David Longworth, and Tiff Macklem.

Canada has enjoyed roughly 15 years of sustained economic growth, with low and stable inflation and increasingly healthy public finances … At least part of the credit for our continued economic performance should go to our sound framework for macroeconomic policy, which includes the transparent monetary policy of inflation targeting … as well as a sound fiscal policy.

David Dodge

Governor, Bank of Canada
12 September 2007

2007-05592/

Contents

1. Overview 5

2. Recent Developments in Inflation 7

Inflation and the 2 per cent target 7
Factors at work on inflation 9
Aggregate demand 9
Aggregate supply 11
Estimated pressures on capacity 12
Commodity and output prices and the terms of trade 14

3. Financial Developments 17

Credit conditions 17
Policy interest rates and exchange rates 21

4. The Outlook 23

International background 23
Aggregate demand and supply in Canada 25
The outlook for inflation 28
Risks to the outlook 29

Technical Boxes

1. Recent Developments in the Canadian Housing Market 10
2. Implementing Monetary Policy: Targeting the Overnight Rate 18
3. The Cost and Availability of Credit in Canada 20

1. Overview

There have been a number of significant economic and financial developments since the time of the July *Monetary Policy Report Update*. Against a backdrop of robust global economic expansion and strong commodity prices, growth in the Canadian economy has been stronger than projected with considerable momentum in domestic demand. The economy is now operating further above its production potential than had been previously expected. The core rate of inflation, which has been above 2 per cent for the past year, was 2.2 per cent in August. Total consumer price inflation fell temporarily in August to 1.7 per cent, having been above the 2 per cent inflation target since the spring.

Since the July *Update*, the outlook for the U.S. economy has weakened because of greater-than-expected slowing in the housing sector. The Bank has revised down its projection for U.S. GDP growth to 1.9 per cent in 2007 and 2.1 per cent in 2008. U.S. growth is expected to pick up to 3 per cent in 2009.

The Canadian dollar generally traded in a range of 93 to 95.5 cents U.S. in July and August, but since then it has appreciated sharply to as high as US$1.03. In the Bank's new base-case projection, the Canadian dollar is assumed to average 98 cents U.S., the midpoint of the range since the July *Update*. As well, there has been a tightening of credit conditions stemming from financial market developments this summer. For Canada, the Bank assumes that the cost of credit for firms and households relative to the overnight rate will be 25 basis points higher over the projection period than it was prior to the summer.

Despite these tighter credit conditions, momentum in domestic demand in Canada is expected to remain strong. The combined effect of a weaker U.S. outlook and a higher assumed level for the Canadian dollar implies, however, that net exports will exert a more significant drag on the economy in 2008 and 2009 than previously expected. As a result, the Canadian economy is projected to grow by 2.6 per cent in 2007, 2.3 per cent in 2008, and 2.5 per cent in 2009.

With the economy moving back towards balance, and with the direct effect of the stronger Canadian dollar on consumer prices, core inflation is projected to gradually decline to 2 per cent in the second half of 2008—slightly earlier than previously expected—and to remain there for the balance of the projection period. Higher energy prices are expected to push total inflation up sharply in the fourth quarter of 2007 to about 3 per cent. Inflation is then expected to fall back to the 2 per cent target in the second half of next year and to stay there.

A number of the risks identified in the July *Update* have been realized to some extent. Stronger household demand in Canada, a sharper adjustment in the U.S. housing sector, and a stronger Canadian dollar have been reflected in the Bank's new base-case projection.

This report includes information received up to the fixed announcement date on 16 October 2007.

But significant upside and downside risks to the Bank's inflation projection remain. On the upside, excess demand in the Canadian economy could persist longer than projected. This could come from two sources: higher growth in household spending than projected and lower growth in productivity than assumed. On the downside, if the Canadian dollar were to persist above the level of 98 cents U.S. assumed over the projection horizon for reasons not associated with stronger-than-projected demand for Canadian products, this would result in lower output and inflation. In addition, the effect of the past appreciation of the Canadian dollar on demand and inflation could be greater than expected, and the effect of the weakness in the U.S. housing sector could be larger than projected.

All factors considered, the Bank judges that the risks to its inflation projection are roughly balanced, with perhaps a slight tilt to the downside.

In addition, the duration and economic repercussions of recent financial market developments and the possibility of a disorderly unwinding of global imbalances represent an uncertainty for the outlook.

Against this backdrop, the Bank left its key policy rate unchanged on 5 September and 16 October at 4.50 per cent. The Bank judges, at this time, that the current level of the target for the overnight rate is consistent with achieving the inflation target over the medium term.

2. Recent Developments in Inflation

Inflation and the 2 per cent target

The underlying rate of inflation is running above 2 per cent . . .

The underlying rate of inflation has been above 2 per cent over the past year. Total CPI inflation, which has also been running above 2 per cent since the spring, fell temporarily to 1.7 per cent in August as a result of fluctuations in the prices of some of the more volatile components (Chart 1).

. . . reflecting ongoing capacity pressures.

The core rate of inflation,[1] a more reliable indicator of the underlying trend in inflation than total CPI inflation, has averaged 2.3 per cent over the past few months, as projected in the July *Update*. This reflected ongoing pressures on production capacity in the economy. Other measures of the trend rate of inflation that the Bank monitors also stayed above 2 per cent in July and August (Chart 2).[2] The influence of strong domestic demand was particularly evident in the prices of core services (Chart 3). Shelter costs rose somewhat more strongly than projected, with greater-than-expected strength outside Alberta. Core food prices have also continued to rise markedly, owing to the ongoing surge in the prices of grains and oilseeds. The downward pressure on the core rate coming from lower prices for many import-intensive goods (such as semi-durable and household durable goods) eased still further, but price discounting on automobiles increased.

Total CPI inflation eased temporarily to 1.7 per cent in August.

The 12-month rate of increase in the total CPI was below that projected, owing to the prices of some of the more volatile components. This included gasoline prices, which reflected narrower margins as a result of a faster-than-anticipated return of North American production to more normal levels following supply disruptions last spring. Natural gas prices were also weaker.

Key measures of inflation expectations remain close to 2 per cent.

Key measures of inflation expectations remain close to 2 per cent. The average private sector forecast for total CPI inflation in 2008 is just above 2 per cent. In the Bank's autumn *Business Outlook Survey*, over 80 per cent of firms expected CPI inflation to be within a range of 1 to 3 per cent, on average, over the next two

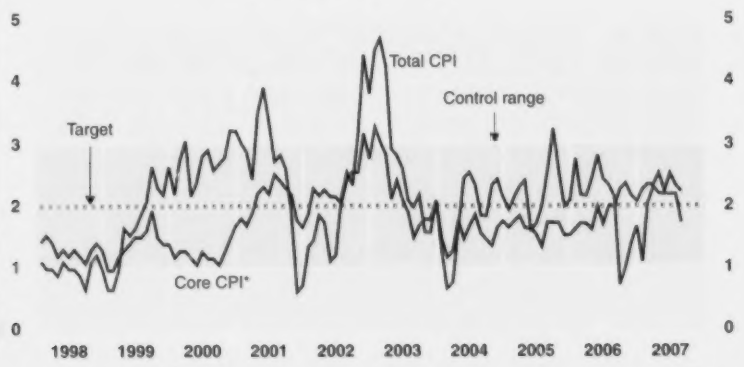
1. The core measure of inflation excludes eight of the most volatile components of the CPI and removes the effect of changes in indirect taxes on the remaining components. The eight volatile components are fruit, vegetables, gasoline, fuel oil, natural gas, intercity transportation, tobacco, and mortgage interest costs.

2. CPIW is affected by changes in the GST and other indirect taxes. If this effect were removed, the rate of change of CPIW would have also been above 2 per cent from February to June of 2007.

years. Consensus forecasts of inflation over the longer term continued to be very close to 2 per cent.

Chart 1 Consumer Price Index

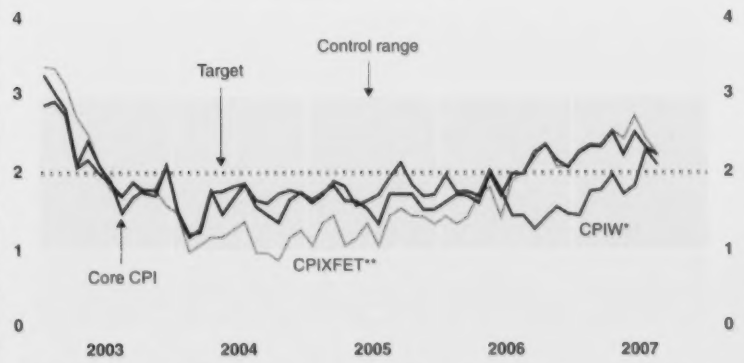
Year-over-year percentage change



* CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Chart 2 Core CPI and Other Measures of the Trend Inflation Rate

Year-over-year percentage change

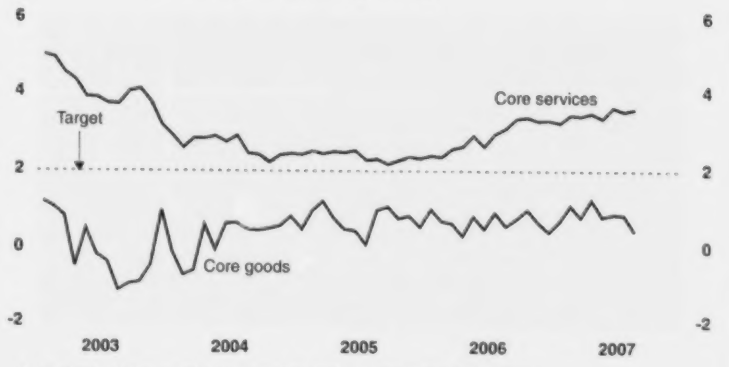


* CPIW adjusts each CPI basket weight by a factor that is inversely proportional to the component's variability, but does not exclude the effect of changes in indirect taxes.

** CPIXFET excludes food, energy, and the effect of changes in indirect taxes.

Chart 3 Goods* and Services in the Core CPI, Excluding the Effect of Changes in Indirect Taxes**

Year-over-year percentage change



* Excluding fruits, vegetables, gasoline, fuel oil, natural gas, and tobacco
** Excluding mortgage interest costs and intercity transportation

Factors at work on inflation

Aggregate demand

Economic growth in Canada was stronger than expected in the first half of 2007.

Growth in Canada's real GDP picked up markedly in the first half of 2007, rising at an annual rate of 3.7 per cent. At 3.4 per cent, the increase in real GDP in the second quarter was stronger than the 2.8 per cent projected in the July *Update*. This unexpected strength reflected stronger household spending and a smaller-than-expected drag from net exports.[3] Available information for the third quarter suggests that final domestic demand remained strong but that the drag from net exports increased. Current data also suggest that real GDP is likely to have grown by about 2.5 per cent, slightly less than the 2.7 per cent projected in the last *Update*.

Final domestic demand continued to be the major contributor to GDP growth...

Final domestic demand continued to be the major contributor to GDP growth in the first half of 2007 (Chart 4). Real personal disposable income rose solidly, boosted by the strong labour market. Household net worth continued to rise, reflecting the improvement in Canada's terms of trade and substantial increases in house prices. And household credit again increased considerably. These developments underpinned marked increases in household spending, including residential investment (Technical Box 1). In contrast, the growth of capital spending by businesses slowed appreciably.

3. As well, growth in the first quarter was revised up slightly to 3.9 per cent from the initial estimate of 3.7 per cent, with import volumes being revised down.

Technical Box 1

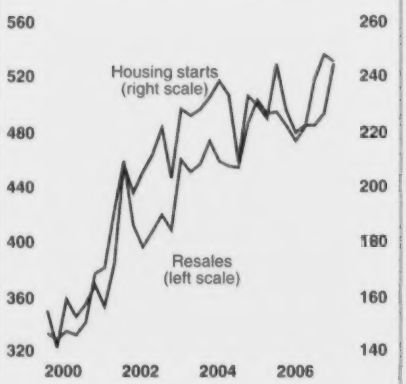
Recent Developments in the Canadian Housing Market

Since the beginning of the year, residential investment in Canada has continued to show substantial momentum, supported by strong employment, sustained income growth, relatively low interest rates, and accommodative mortgage terms and conditions (Chart A). This momentum has exceeded the Bank's expectations.

Accompanying this robust activity has been greater-than-expected strength in prices, particularly in the resale market. Of note has been the large increase in resale house prices in the major markets in Alberta since 2005 (Chart B). While price increases have slowed in Calgary in 2007, with more supply coming on stream, they have accelerated in Edmonton and have only recently shown signs of stabilizing. Price increases in Alberta remain high relative to the national average. But, even as increases in house prices have eased in Alberta, some other major urban centres have seen renewed strength in resale prices in 2007. In particular, prices have shown considerable strength in Saskatchewan, boosted by favourable economic conditions, positive net migration, and a limited supply of housing.

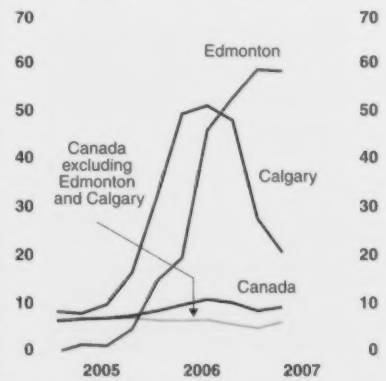
Canadian homeowners have taken advantage of higher house prices in recent years to help finance consumption through home-equity borrowing. The Bank estimates that the increased use of such financing has been an important factor supporting growth in real household spending over the past few years.

Chart A
Housing Activity in Canada
Thousands of units at annual rates



Sources: Canadian Real Estate Association and Canada Mortgage and Housing Corporation

Chart B
Canadian Resale House Prices
Year-over-year percentage change

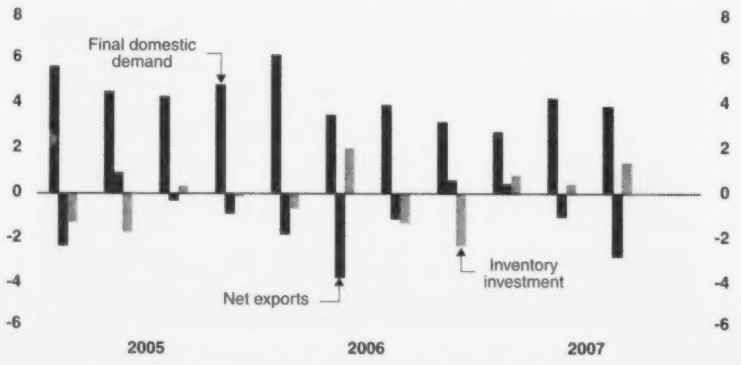


Source: Royal LePage

In particular, spending in the oil and gas industry eased, largely as a result of the impact of lower natural gas prices on conventional drilling activity.

Chart 4 Contribution to Real GDP Growth

Percentage points, quarterly at an annual rate



Note: GDP estimates for the third quarter of 2007 are based on the Bank's monitoring of current data.

. . . while net exports exerted a drag.

Canada's total exports increased moderately in the first half of 2007, with strong gains in exports of energy commodities and products. Weaker sales of U.S. motor vehicles, however, contributed to a decrease in Canadian exports of automotive products, while the downturn in the U.S. housing market held back exports of forest products. At the same time, imports rose more strongly than exports, reflecting the strength of domestic demand and the appreciation of the Canadian dollar over the past few years.

Nevertheless, the drag on growth coming from net exports in the second quarter of 2007 was less than expected. This outcome appears to have been caused by transitory developments, since early information for the third quarter points to a marked reduction in net exports.

Aggregate supply

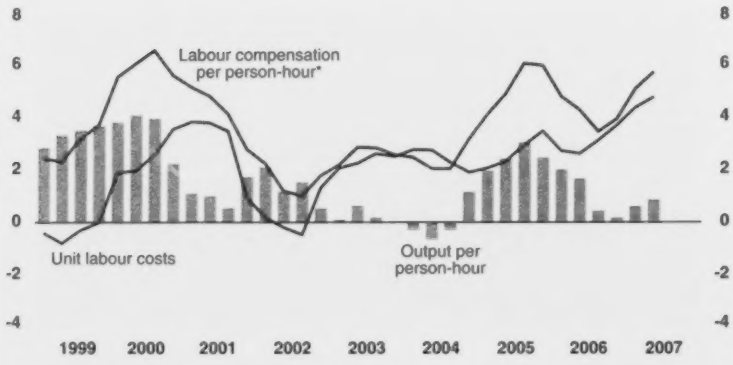
Hours worked in the business sector showed a year-over-year rise of 1.6 per cent in the second quarter of 2007, slightly less than the average growth over the previous three years. This slight reduction in the growth of hours worked mainly reflected a decrease in the average workweek, while job creation remained relatively robust.

Labour productivity growth in the business sector rose at 0.9 per cent at annual rates in the second quarter of this year,

which was still modestly lower than the average growth over the 2004–06 period (Chart 5). This may be partly attributable to the shift of labour and capital towards the production of both commodities and non-tradable goods and services, since labour and capital may be somewhat less productive during such a period of adjustment. In the resource sector, relatively high commodity prices continued to encourage the production of resources that are more costly to extract, lowering productivity from what would have otherwise been the case.

Chart 5 Unit Labour Costs and Labour Productivity: Business Sector

Year-over-year percentage change



* Labour compensation includes the labour income of paid workers plus imputed labour income for self-employed workers.
Source: Statistics Canada *Daily*

Growth in potential output is estimated to have averaged about 2.5 per cent over the 2004–06 period.

The Bank estimates potential output over history by decomposing movements in labour supply and labour productivity into their trend and cyclical components. After updating its conventional measure with the most recent information, the Bank estimates that potential output growth over the 2004–06 period averaged about 2.5 per cent, marginally less than previously estimated.

Estimated pressures on capacity

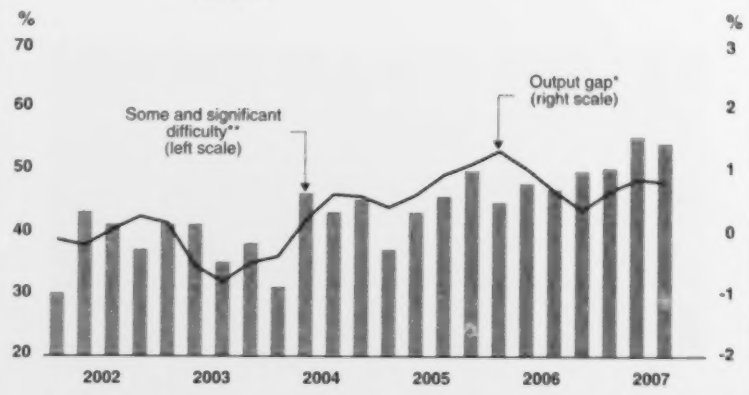
Most indicators suggest that the economy was operating further above its capacity limits in the third quarter than projected.

Most indicators suggest that the Canadian economy is operating further above its production potential than was projected at the time of the July *Update*.

The Bank's autumn *Business Outlook Survey* showed that the percentage of firms reporting that they would have difficulty in meeting an unanticipated increase in demand remained at a high

level (Chart 6). The Bank's conventional measure of the output gap indicates that the economy was operating about 0.8 per cent above its production potential in the third quarter of 2007 (Chart 6), slightly higher than projected in the July *Update*.[4] On the other hand, Statistics Canada's measure of capacity utilization in the non-farm, goods-producing sector indicated that pressure on production capacity was somewhat below average in the second quarter of 2007. However, the fact that the core rate of inflation has averaged above 2 per cent since September 2006 supports the assessment that the economy was operating above its production capacity.

Chart 6 Estimated Output Gap and the Response to *Business Outlook Survey* Question on Capacity Pressures



* Difference between actual output and estimated potential output. The estimate for the third quarter of 2007 is based on a projected rise in output of 2.5 per cent (at annual rates) for the quarter.

** Percentage of firms indicating that they would have either some or significant difficulty meeting an unanticipated increase in demand/sales

In September, the employment-to-population ratio matched a record high, while the unemployment rate was at a 33-year low. All measures of wages have picked up in recent months and are now more consistent with other indicators of tightness in labour markets. The 12-month change in average hourly earnings of permanent workers reported by Statistics Canada in the Labour Force

4. The level of excess demand in the third quarter of 2007, estimated using the Bank's conventional measure, is about 0.2 percentage points higher than projected in the July *Update*. This increase reflects a small upward revision in the projected level of real GDP in the third quarter and a small reduction in the estimated level of production capacity.

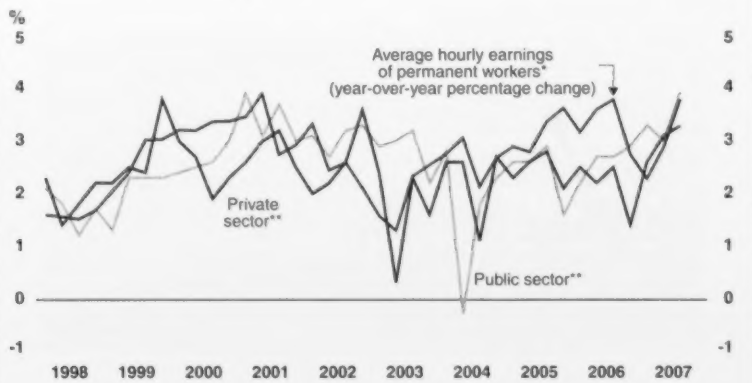
Survey (considered to be a good indicator of the underlying change in aggregate wages) moved back up to between 3 and 4 per cent over the June to September period (Chart 7). The year-to-year rise in hourly labour compensation from Statistics Canada's Productivity Accounts—a more volatile indicator—also increased even more markedly to 5.7 per cent in the second quarter of 2007 (Chart 5). With the strong gains in hourly compensation in the business sector, unit labour costs in the second quarter of 2007 were up 4.8 per cent from their level a year earlier. The percentage of firms reporting labour shortages in the Bank's autumn survey was up from the preceding survey.

The Governing Council judges that the economy was operating about 3/4 of a per cent above its production capacity in the third quarter of 2007.

After reviewing all the indicators of capacity pressures, it is the Governing Council's judgment that, overall, the economy was operating about 3/4 of a per cent above its production capacity in the third quarter of 2007.

Chart 7 Wage Settlements and Average Hourly Earnings

Effective annual increase in base wage rates for newly negotiated settlements



* Source: Statistics Canada *Labour Force Information*
** Source: Human Resources Development Canada. The last data point plotted is the average of July and August 2007.

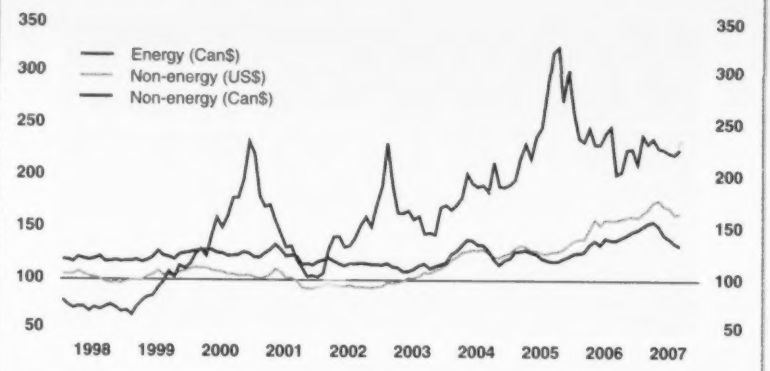
Commodity and output prices and the terms of trade

The prices of non-energy commodities have eased slightly since the peak reached last May. . .

Over the past few months, global prices for non-energy commodities have eased a little from the peak reached in May, but, overall, remain at high levels (Chart 8). Metals prices fell back, partly reflecting the tightening in global credit conditions, but have since recovered. As well, the ongoing downturn in the U.S. housing market has contributed to further reductions in the demand for lumber. In contrast, grains

Chart 8 Bank of Canada Commodity Price Index

1982–90 = 100



and oilseeds prices have continued to strengthen, owing mainly to the impact of unfavourable weather conditions on global supplies.

. . . but crude oil prices have moved up.

The price of light crude oil (West Texas Intermediate), which was about US$72 per barrel at the time of the July *Update*, averaged US$81 in the 10 days ending on 12 October 2007. This increase chiefly reflected the combination of continued vigorous global demand and relatively little adjustment in short-term supply.

A rebound in the terms of trade will support income growth through 2007.

Canada's terms of trade rebounded in the first half of 2007, reflecting substantial gains in the prices of non-energy commodities (Chart 9). As a result, the four-quarter change in the chain price index for GDP (a broad price measure of the goods and services produced in Canada) increased from 0.9 per cent in the fourth quarter of 2006 to 3.5 per cent in the second quarter of 2007 (Chart 10). With the chain price index for domestic demand growing at a slower 2.5 per cent pace in the second quarter, this implies a boost in real incomes in Canada.

The terms of trade are expected to stay high in the second half of 2007, and this should contribute to sustained growth in nominal GDP and, hence, in corporate profits and government tax revenues.

Chart 9 Terms of Trade

The price of exports relative to the price of imports (2002 = 100)

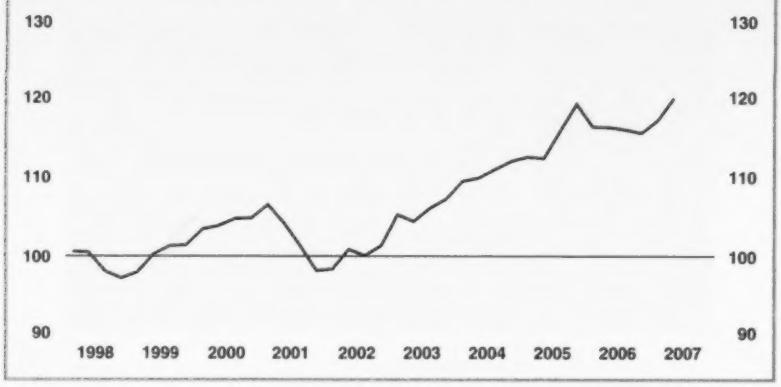
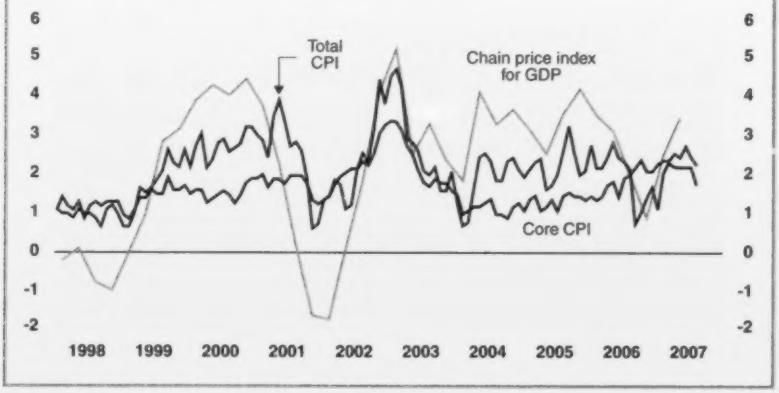


Chart 10 Chain Price Index for GDP, Core CPI, and Total CPI

Year-over-year percentage change

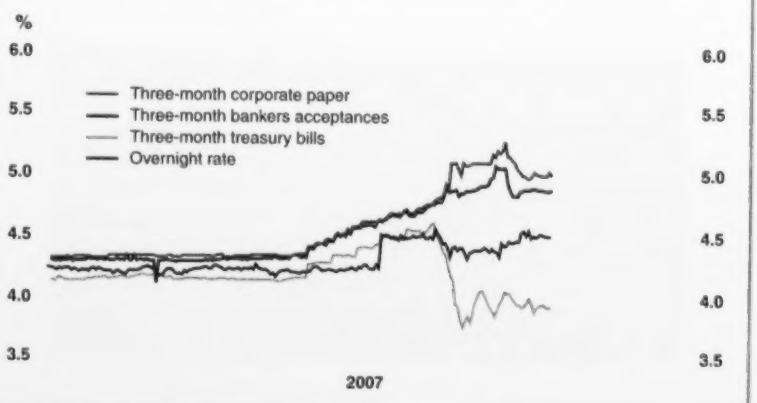


3. Financial Developments

Recent financial market developments have led to increases in credit spreads.

In recent months, greater-than-anticipated losses related to U.S. subprime mortgages have triggered a number of developments in global financial markets. There has been greater uncertainty about the valuation of structured financial products, and investors have shifted into lower-risk government bonds and treasury bills, causing credit spreads to increase. Financial institutions and businesses in major industrialized countries, including Canada, have faced higher short-term interest rates (Chart 11). Against the background of these developments, the Bank of Canada has undertaken routine operations on a number of occasions to provide liquidity in support of the efficient functioning of Canada's financial markets and to maintain the overnight rate close to the 4.50 per cent target (Technical Box 2). Although the dislocations in financial markets have diminished somewhat since August, heightened uncertainty is still affecting money markets.

Chart 11 Canadian Short-Term Interest Rates



Credit conditions

Financial institutions are facing unusually high funding needs.

Canadian financial institutions are facing substantially increased funding needs. With the recent disruptions in securitization markets, banks have taken steps to support their own asset-backed commercial paper programs and, as a result, most are holding substantially higher-than-normal amounts of this paper in inventory. In addition, banks are being called upon to provide loans and backup credit under pre-committed lines to corporations that have stopped accessing market funding. While Canadian

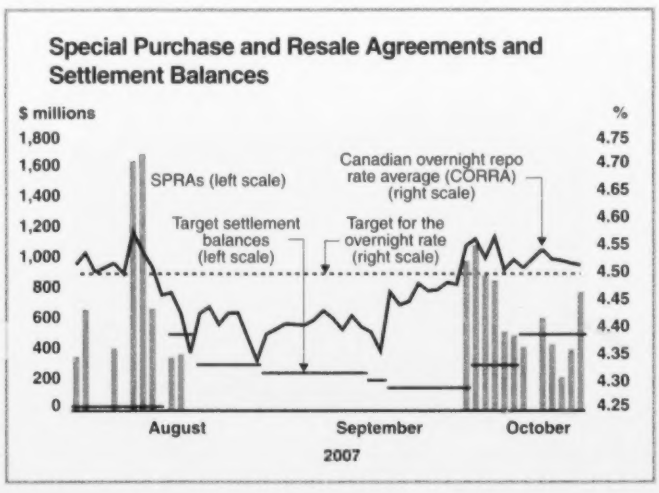
Technical Box 2

Implementing Monetary Policy: Targeting the Overnight Rate

The Bank of Canada's monetary policy implementation framework centres on keeping the overnight rate close to its target.[1] The Bank's primary influence on the overnight rate is through the 50-basis-point operating band, reinforced through its standing facilities for loans and deposits. In order to reinforce the target when the overnight rate deviates from it, the Bank uses open market buyback operations and changes in the level of settlement balances provided to the financial system. If the overnight rate is generally trading above the target rate, the Bank will intervene with special purchase and resale agreements (SPRAs). If the overnight rate is generally trading below the target rate, the Bank will intervene with sale and repurchase agreements (SRAs). In addition, to influence the overnight rate, the Bank can adjust the targeted level of settlement balances higher or lower than the typical $25 million setting.

SPRAs are routinely conducted around month-, quarter-, and year-end periods, and when large payment flows are going through the system. The Bank used SPRAs, SRAs, and adjustments to settlement balances, as appropriate, during episodes in 1999, during the transition to the Large Value Transfer System (LVTS), and in early 2006, when there was persistent downward pressure on the overnight rate.

Since early August, the Bank has again been using these tools to counter upward pressure on the overnight rate and keep it close to target.



1. See "The Bank of Canada's Target for the Overnight Interest Rate: Policy Implementation Framework," appendix to an article by Christopher Reid in the spring 2007 issue of the *Bank of Canada Review*, available at http://www.bankofcanada.ca/en/monetary/monetary_framework.html. Further information is available at http://www.bankofcanada.ca/en/lvts/lvts_primer_2007.pdf.

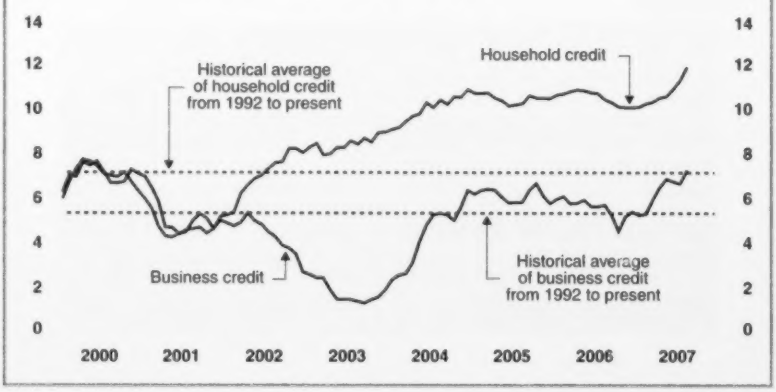
banks have sufficient capital and liquidity available to meet their funding commitments, they are incurring higher funding costs, which have led to tighter credit conditions. This tightening is reflected in the price, availability, and terms of credit for businesses and households (Technical Box 3). For some businesses, however, the upward pressure on the overall cost of capital emanating from higher borrowing costs has been mitigated somewhat by some downward pressure on the cost of equity financing, given buoyant stock markets.

Credit conditions have tightened modestly.

Growth of both business and household credit accelerated in July and August from already robust levels (Chart 12). Since then, banks have modestly tightened their terms of credit to firms and the pricing of credit to both firms and households. These developments are likely to have a dampening effect on borrowing.

Chart 12 Business and Household Credit

Year-over-year percentage change



Growth of the broad monetary aggregates has remained robust since the July *Update* and points to upward pressure on inflation through 2008 (Chart 13).

Technical Box 3

The Cost and Availability of Credit in Canada

Credit conditions in Canada have tightened since late July, reflecting a repricing of risk as investors have become less willing to hold a wide variety of private sector securities, most notably asset-backed commercial paper (ABCP). The degree of tightening in terms of changes in the availability and cost of financing for financial institutions, firms, and households is difficult to estimate. Since the situation is still evolving, estimates are subject to a high degree of uncertainty. But what is clear is that the costs of borrowing from the market or from banks has increased, and credit conditions have tightened.

The cost of funding for Canadian banks through various market instruments has risen 10 to 35 basis points relative to the rates observed at the end of July. Increases in the costs of deposits have been more modest.

Some borrowing rates posted by financial institutions have increased over the past few months. Effective borrowing rates for both business and consumers have also increased as the extent to which discounts on posted rates offered to households and businesses, such as the prime rate, have diminished. In addition, some financial institutions have increased covenants on new loans, and others have indicated some reduction in new loan originations. All told, the effective costs of household and business loans from financial institutions are estimated to have increased by about 20 to 35 basis points.

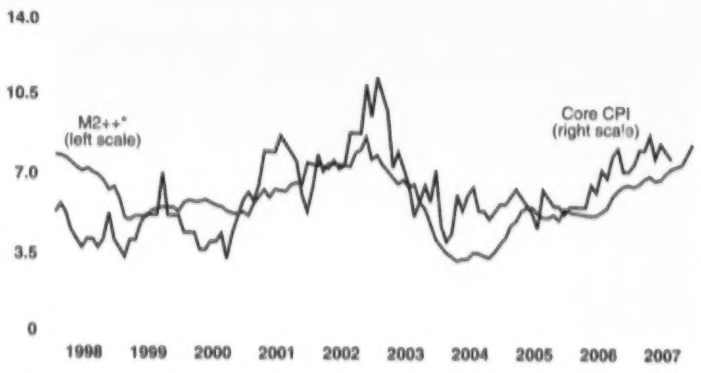
Businesses' cost of borrowing through financial markets has also increased somewhat since July. The overall cost of issuing short-term market debt is estimated to have increased by roughly 20 to 30 basis points. Based on observed prices, the cost of long-term debt is estimated to have remained largely unchanged, but the actual amount of issuance has been relatively small and remains limited to investment-grade borrowers.[1] As a result, observed prices likely do not fully reflect actual borrowing conditions. When the different components of bank and market borrowing are aggregated, the weighted average cost of borrowing for non-financial firms has increased by at least 15 to 25 basis points.

Overall, the cost of borrowing for households and businesses is estimated to be about 25 basis points higher, relative to the overnight rate, than it was prior to the summer developments, and availability and terms of credit have tightened modestly.

1. Given that the yields on government debt have fallen slightly more than the increase in risk spreads over the past few months, the interest cost on corporate debt to investment-grade corporations has fallen.

Chart 13 Core Inflation and Broad Money Growth

Year-over-year percentage change



* Growth in M2++ one year earlier. M2++ has been adjusted to remove the effect of clone funds.

Policy interest rates and exchange rates

In the United States, the Federal Reserve lowered the target for the federal funds rate by 50 basis points on 18 September, and short-term rates embody expectations of a further modest reduction in coming months. Markets are pricing in a likelihood of a modest hike in policy rates by the European Central Bank and the Bank of Japan in coming months (Chart 14). In Canada, market expectations, based on short-term interest rates, currently suggest little change in the policy rate in the coming months.

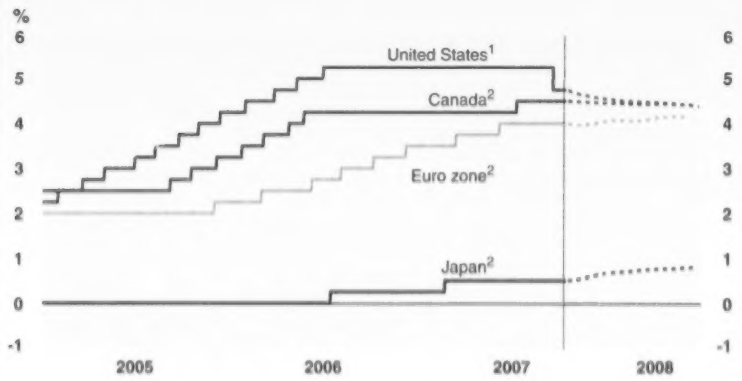
The U.S. policy rate was lowered by 50 basis points on 18 September, and short-term rates incorporate expectations of modest rate cuts.

Through July and August, the Canadian dollar generally traded in the range of 93 to 95.5 cents U.S. assumed in the July *Update*, but since then has appreciated sharply, moving as high as US$1.03 (Chart 15). The recent movement partly reflects the broad-based weakness in the U.S. dollar (against the currencies of its main trading partners with flexible exchange rates). This has occurred against the background of a weaker outlook for economic growth and inflation and a lower policy interest rate in the United States. In addition, the Canadian dollar continues to be supported by firm commodity prices, particularly oil, and strong domestic demand. That said, the magnitude of the recent appreciation appears to have been stronger than historical experience would have suggested.

The Canadian dollar has appreciated considerably since the last **Update** *against a backdrop of broad-based weakness in the U.S. dollar.*

Chart 14 Official Policy Rates and Forward Interest Rates*

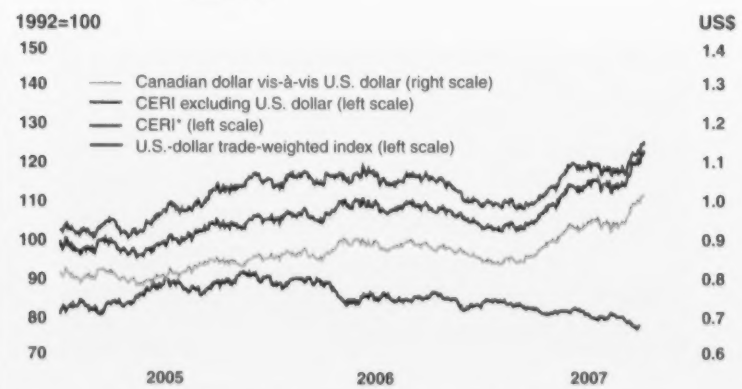
Daily



* Solid lines are official interest rates, and dotted lines are forward overnight interest rates. No adjustments are made for term premiums.
1. U.S. forward overnight rates based on prices of federal funds futures
2. Canadian, euro zone, and Japanese forward overnight rates based on the implied forward rate derived from the respective overnight index swap markets

Chart 15 Exchange Rates

Wednesdays



* CERI: Canadian-dollar trade-weighted index (against U.S. dollar, euro, yen, U.K. pound, Mexican peso, and Chinese renminbi)

4. The Outlook

This section describes the Bank's outlook for the global and Canadian economies through 2009. Underlying the base-case projection are a number of key assumptions. First, it is assumed that over the projection period, the Canadian dollar will average 98 cents U.S., the midpoint of the range since the July *Update* of 93 to 103 cents U.S. Second, energy prices are assumed to evolve along a path that is consistent with current futures prices. Third, global credit conditions are assumed to remain tighter. For Canada, it is assumed that the cost of credit to firms and households, relative to the overnight rate, will remain around 25 basis points higher overall than it was prior to the recent financial market turbulence. Fourth, trend labour productivity in Canada is assumed to grow at 1 1/2 per cent over the projection period. Finally, an orderly adjustment of global imbalances is assumed.

International background

The global economy continues to grow at a solid pace.

The global economy expanded at a strong pace in the first three quarters of 2007, led by developing economies. Annual average global economic growth for 2007 is now projected to be somewhat higher than in the July *Update*. Over 2008 and 2009, the strength of global economic growth is still expected to ease modestly (Table 1).

Table 1 Projection for Global Economic Growth

	Share of real global GDP[a] (per cent)	Expected growth (per cent)[b]			
		2006	Projection		
			2007	2008	2009
United States	20	2.9 (3.3)	1.9 (2.1)	2.1 (3.0)	3.0 (3.0)
European Union	19	2.9 (2.8)	2.6 (2.6)	2.0 (2.2)	2.2 (2.1)
Japan	6	2.2 (2.2)	2.0 (2.6)	1.7 (1.9)	1.8 (1.8)
China and Asian NIEs[c]	18	10.0 (9.8)	10.0 (9.3)	9.4 (9.0)	8.0 (8.2)
Others	37	6.3 (6.2)	6.3 (5.9)	5.8 (5.7)	5.1 (5.3)
World	100	5.4 (5.4)	5.2 (5.0)	4.8 (4.8)	4.5 (4.6)

a. GDP shares are based on the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2006. Source: IMF, WEO Database, April 2007
b. Numbers in parentheses are projections used for the July 2007 *MPR Update*.
c. NIEs are newly industrialized economies. These include Hong Kong (Special Administrative Region), South Korea, Taiwan (Province of China), and Singapore.
Source: Bank of Canada

Economic growth in Japan and the euro zone is projected to be close to potential growth.

Economic growth in Japan and the euro zone has been slightly weaker than expected, but the slowdown in investment that underlies this weakness is likely to be short lived, since business balance sheets and profits are generally strong. In addition, ongoing improvements in labour markets will continue to support household spending. Overall, economic growth in Japan and the euro zone is expected to be close to their growth in potential over the next few years, despite some near-term effects related to current financial conditions and weaker U.S. demand. Economic growth in the United Kingdom has been stronger than anticipated in the first half of the year, but recent financial events are expected to slow growth to closer to potential over the near term.

Growth remains strong in China and emerging Asia.

In China and emerging Asia, growth remains strong. Inflationary pressures appear to be building in China, with higher prices for basic commodities such as food and energy. Chinese authorities have implemented measures to restrain aggregate demand and price increases, although further actions are assumed.

The projection for U.S. GDP growth has been revised down for 2007 and 2008.

The projection for U.S. GDP growth has been revised down to 1.9 per cent in 2007 and 2.1 per cent in 2008, considerably weaker than the 2.1 and 3.0 per cent projected in the July *Update*. The economy is then expected to rebound in 2009. The outlook for the U.S. economy now incorporates a more pronounced and protracted slowdown in domestic demand. The recent evidence of larger-than-expected declines in activity in the U.S. housing sector implies a deeper and more prolonged adjustment in residential investment relative to earlier projections. The weakness in the housing sector is expected to reduce other consumption expenditures, but this impact will be somewhat mitigated by the recent lowering of U.S. interest rates. At the same time, the cumulative real effective depreciation of the currency will continue to boost U.S. net exports and will also provide some offset to the weaker domestic demand overall. In light of recent downward revisions to historical growth in real GDP and labour productivity in the United States, the Bank has revised down its estimate of potential output growth to 2.8 per cent for 2007 and to 2.6 per cent over the rest of the projection period. This implies that the excess supply currently present in the U.S. economy is expected to be eliminated by the end of 2009.

Prices of non-energy commodities are likely to remain relatively high, although declining somewhat further.

Consistent with the outlook for global growth, the price index for non-energy commodities is expected to decline somewhat over the projection horizon but still be higher than was anticipated in the July *Update*. In particular, increases in the global capacity to produce metals are likely to be slower than was earlier expected, but some further modest easing of prices from the very high level reached in the second quarter is still projected. The prices for

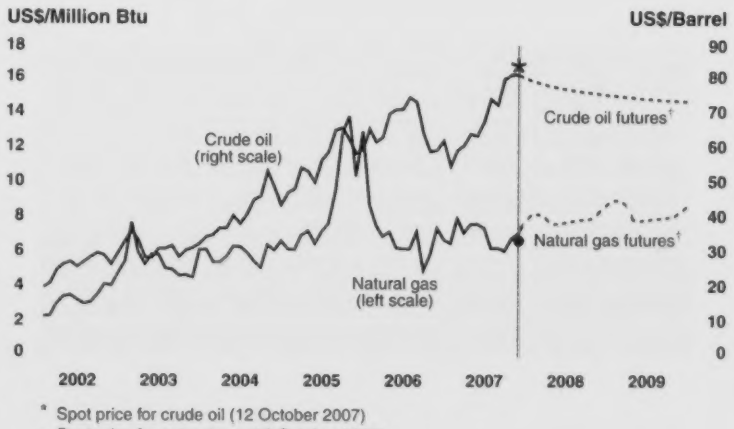
grains and oilseeds are now expected to be higher than previously envisaged, while lumber prices are expected to remain low.

Oil price futures suggest a gradual decline in oil prices to around US$74 in 2009.

Spot prices and futures prices for crude oil have moved up since July (Chart 16). Prices for crude oil are expected to be near US$80 per barrel through early 2008, before easing to around US$74 per barrel in 2009. On the other hand, futures prices for natural gas are lower than in the last *Update*, especially over the near term.

Chart 16 Crude Oil and Natural Gas: Spot and Futures Prices

Monthly



* Spot price for crude oil (12 October 2007)
• Spot price for natural gas (12 October 2007)
† Based on an average of futures contracts over the 10 days ending 12 October 2007

Aggregate demand and supply in Canada

Canada's GDP growth is projected to be 2.6 per cent in 2007, 2.3 per cent in 2008, and 2.5 per cent in 2009.

The Bank's current base-case projection for Canada, when compared with that in the July *Update*, sees the level of economic activity higher at mid-2007, but growth somewhat weaker through the second half of 2007 and the first half of 2008 (Table 2). Continued robust growth in incomes, supported by high commodity prices and tight labour markets, is expected to sustain robust growth in domestic demand. But three factors are expected to dampen the projection for GDP growth: the weaker U.S. economic outlook, the higher assumed level for the Canadian dollar and, to a much lesser degree, the impact of the modest tightening of credit conditions. Quarterly growth is expected to average just over 2 per cent in the second half of 2007 and the first half of 2008, before edging up close to the growth of production capacity by

Table 2 Contributions to Average Annual Real GDP Growth
Percentage points*

	2006	2007	2008	2009
Consumption	2.3 (2.3)	2.1 (2.1)	2.1 (1.9)	2.0 (1.8)
Housing	0.1 (0.1)	0.2 (0.1)	-0.1 (-0.1)	0 (-0.1)
Government	0.8 (0.8)	0.6 (0.6)	0.7 (0.7)	0.6 (0.6)
Business fixed investment	1.2 (1.2)	0.5 (0.6)	0.5 (0.6)	0.5 (0.4)
Subtotal: Final domestic demand	4.4 (4.4)	3.4 (3.4)	3.2 (3.1)	3.1 (2.7)
Exports	0.3 (0.3)	0.5 (0.6)	0.2 (0.9)	0.4 (0.9)
Imports	-1.6 (-1.6)	-1.2 (-1.4)	-1.2 (-1.5)	-1.0 (-1.2)
Subtotal: Net exports	-1.3 (-1.3)	-0.7 (-0.8)	-1.0 (-0.6)	-0.6 (-0.3)
Inventories	-0.3 (-0.3)	-0.1 (-0.1)	0.1 (0.1)	0 (0)
GDP	2.8 (2.8)	2.6 (2.5)	2.3 (2.6)	2.5 (2.4)

* Figures in parentheses are from the base-case projection in the July *Monetary Policy Report Update*.

the beginning of 2009 (Chart 17). GDP growth, on an average annual basis, is projected at 2.6 per cent in 2007, before easing to 2.3 per cent in 2008 and then moving up to 2.5 per cent in 2009.

Growth in final domestic demand is expected to contribute importantly to economic expansion.

Growth in final domestic demand is expected to continue to contribute importantly to economic expansion in the second half of 2007 and through 2008 and 2009.

Consumer spending is projected to grow solidly over the projection period as a result of ongoing gains in both real disposable income and household net worth. Housing investment, after a further moderate increase to a very high level this year, is projected to decline slightly in 2008. In this base-case outlook, the tightening of credit conditions is tempering the momentum in household spending.

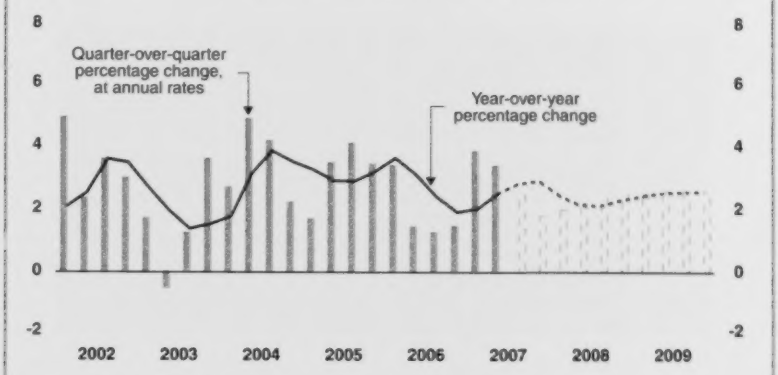
The tightening of credit conditions is also expected to lead some businesses to postpone some capital spending into 2009. Factors contributing to continued growth in business investment include pressures on production capacity, high levels for many commodity prices, strong profitability and solid balance sheets, and decreased prices of imported machinery and equipment.

The real growth of government spending on goods and services is expected to average just under 3 per cent through 2009.

Net exports are projected to exert a larger drag on growth than was the case in the July **Update.**

While the growth in imports is expected to be robust over the projection period, the growth of Canadian exports is expected to be weak, owing to the projected slower growth of U.S. domestic demand to the end of 2008 and to the higher assumed level of the

Chart 17 Real Gross Domestic Product for Canada*



* The broken line and bars indicate the base-case projection.

Canadian dollar. In particular, the tightening of credit conditions in the U.S. mortgage market will have a larger and more persistent adverse impact on demand for Canadian exports, especially building materials and consumer goods.[5] On balance, net exports are expected to exert a larger drag on overall growth than was the case in the last *Update*.

With labour supply growth declining by about 0.1 per cent per year from 1 1/4 per cent in 2008, and trend productivity assumed to grow at a rate of 1 1/2 per cent, the assumption for potential output growth is 2.8 per cent in 2008 and 2.7 per cent in 2009, as in the July *Update*.

The Canadian economy is projected to remain in excess demand through to early 2009.

The degree of pressure on production capacity at the beginning of the projection period is slightly higher than in the July *Update*. With these growth profiles for GDP and potential output, the economy would remain in excess demand through to early 2009. In this base-case projection, there is no change in the policy interest rate. The effects of a weaker U.S. outlook and the higher assumed Canadian dollar, combined with a modest tightening in credit conditions, more than offset the stronger momentum in domestic demand, bringing aggregate demand back into line with aggregate supply a little more quickly than projected in the July *Update*.

5. The Bank's base-case projection for the United States incorporates a decrease in real residential investment of about 15 per cent in 2007 and 11 per cent in 2008. Estimates based on reduced-form models suggest that, all else being equal, this would translate into an adverse impact on Canadian real GDP of about 0.4 percentage points in 2007 and 0.3 percentage points in 2008. See Technical Box 1 in the April *Monetary Policy Report* for a similar analysis.

The outlook for inflation

Core inflation is expected to return to 2 per cent in the second half of 2008.

The core rate of inflation is expected to remain above 2 per cent through mid-2008, and then ease to 2 per cent in the second half of next year, staying there for the remainder of the projection period (Table 3). With weaker economic growth, excess demand pressures are expected to gradually dissipate. This should contribute to more moderate growth in the price of services, and the contribution to inflation coming from rising house prices is expected to diminish. The direct impact of the stronger Canadian dollar is also expected to contribute to modest additional downward pressure on inflation through lower import prices, and, as a result, the core rate is expected to return to the 2 per cent target a little earlier than in the last *Update*.

Total CPI inflation is expected to move up temporarily to about 3 per cent in late 2007 and then move back close to 2 per cent in the second half of 2008.

The outlook for the 12-month rate of increase in the total CPI reflects both the slightly revised projected track for core inflation and expectations for energy prices. Total CPI inflation in the first half of 2008 is somewhat higher than in the last *Update*, owing to higher futures prices for crude oil. Total CPI inflation is expected to rise sharply over the remainder of this year to about 3 per cent in the fourth quarter. This reflects both the impact of the reduction in gasoline prices in late 2006 and the recent rise in spot and futures prices for crude oil, although this latter effect is tempered by the exchange rate appreciation and narrower margins seen recently. Thereafter, total CPI inflation is expected to move back close to the 2 per cent target in the second half of 2008 and stay there over the remainder of the projection period.

Table 3 Summary of the Base-Case Projection*

	2007				2008		2009
	Q1	Q2	Q3	Q4	H1	H2	
Real GDP (quarterly growth or average quarterly growth at annual rates)**	**3.9** *(3.7)*	**3.4** *(2.8)*	**2.5** *(2.7)*	**1.8** *(2.6)*	**2.1** *(2.6)*	**2.5** *(2.4)*	**2.6** *(2.5)*
Real GDP (year-over-year percentage change)	**2.0** *(2.0)*	**2.5** *(2.3)*	**2.8** *(2.6)*	**2.9** *(2.9)*	**2.3** *(2.6)*	**2.2** *(2.5)*	**2.5** *(2.4)*
Core inflation (year-over-year percentage change)	**2.3** *(2.3)*	**2.4** *(2.4)*	**2.2** *(2.3)*	**2.3** *(2.2)*	**2.2** *(2.2)*	**2.0** *(2.1)*	**2.0** *(2.0)*
Total CPI (year-over-year percentage change)	**1.8** *(1.8)*	**2.2** *(2.3)*	**2.2** *(2.6)*	**3.0** *(3.0)*	**2.7** *(2.4)*	**1.9** *(2.1)*	**2.0** *(2.0)*
Total CPI (excluding the effect of changes in indirect taxes) (year-over-year percentage change)	**2.3** *(2.3)*	**2.7** *(2.8)*	**2.3** *(2.7)*	**3.0** *(3.0)*	**2.7** *(2.4)*	**1.9** *(2.1)*	**2.0** *(2.0)*
WTI *** (level)	**58** *(58)*	**65** *(65)*	**75** *(71)*	**81** *(71)*	**78** *(72)*	**76** *(73)*	**74** *(73)*

* Figures in parentheses are from the July *Monetary Policy Report Update*.
** For half and full years, the number reported is the average of the respective quarter-to-quarter percentage growth at annual rates.
*** Assumption for the price of West Texas Intermediate crude oil (US$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 12 October 2007

Risks to the outlook

There have been a number of significant economic and financial developments since the July *Update*. Reflecting these developments, a number of the risks to the Bank's projection identified at that time have been realized to some extent. Stronger household demand, a sharper adjustment in the U.S. housing sector, and a stronger Canadian dollar have been reflected in the Bank's new base-case projection. This being said, significant upside and downside risks to the Bank's projection for inflation remain.

The main upside risk relates to the persistence of excess demand in the economy.

On the upside, the excess demand in the domestic economy may persist longer than projected, putting upward pressure on inflation. This risk could come from two sources: higher growth in household spending than projected and lower growth in productivity than assumed. The solid growth in household income, the acceleration in the growth of household credit and broad monetary aggregates, and the continued strength in house prices all point to the risk of greater momentum in household spending.

Weaker growth in labour productivity would translate into lower potential output growth than assumed in the base-case projection and, hence, greater upward pressure on unit labour costs and inflation.

The main downside risk is that the Canadian dollar could be persistently higher than the assumed average level.

On the downside, if the Canadian dollar exchange rate were to persist above the assumed level of 98 cents U.S. over the projection horizon for reasons not associated with stronger-than-projected demand for Canadian products, Canadian output and inflation would be lower. In addition, the base-case projection might underestimate the implications for demand for Canadian goods and services of the cumulative effect of the past appreciation of the exchange rate, given the considerable adjustment it entails for the Canadian economy. Prices for consumer goods could be lower than projected if competitive pressures induce a greater pass-through of the exchange rate appreciation. There is also a possibility that the more pronounced slowdown in the U.S. housing sector could have a larger-than-projected impact on consumption, further reducing U.S. demand for Canadian exports.

The risks to the inflation projection are roughly balanced, with perhaps a slight tilt to the downside.

All factors considered, the Bank judges that the risks to the projection for inflation are roughly balanced, with perhaps a slight tilt to the downside.

The future evolution and economic repercussions of ongoing global financial market developments represent an uncertainty for the outlook. There also remains a small probability of a disorderly resolution of global imbalances.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in April and October. Regular *Updates* are published in July and January. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: 613 782-8248; toll free in North America: 1 877 782-8248;
email: publications@bankofcanada.ca
website: www.bankofcanada.ca

BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Octobre 2007

www.banqueducanada.ca

La stratégie de maîtrise de l'inflation au Canada*

La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi; c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.

- Un bas taux d'inflation favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les variations cycliques de la production et de l'emploi.

L'outil de la politique monétaire

- Des annonces portant sur l'outil de la politique monétaire de la Banque, à savoir le taux cible du financement à un jour, sont effectuées, à moins de circonstances exceptionnelles, à huit dates préétablies pendant l'année.

- En fixant une cible pour le taux du financement à un jour, la Banque du Canada exerce une influence sur les taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'incidence qu'a une modification des taux directeurs sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

Les cibles

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada se sont entendus sur l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener le taux d'augmentation de l'IPC global au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. La cible d'inflation a été reconduite à quelques reprises depuis. En novembre 2006, elle a été renouvelée pour une période de cinq ans, soit jusqu'à la fin de 2011. Selon les termes de la nouvelle entente, la Banque continuera de mener la politique monétaire de façon à maintenir l'inflation mesurée par l'IPC global à 2 %, soit au milieu d'une fourchette de maîtrise de l'inflation allant de 1 à 3 %.

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque utilise, comme indicateur de la tendance fondamentale de l'inflation, un *indice de référence* qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes.

* Voir à ce sujet la « Déclaration commune du gouvernement du Canada et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation », le communiqué émis le 23 novembre 2006 et la note d'information publiée le même jour. Ces trois documents sont reproduits aux pages 47 à 62 de la livraison de l'hiver 2006-2007 de la *Revue de la Banque du Canada*.

Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario)
K1A 0G9

CN ISSN 1201-8783

Imprimé au Canada sur papier recyclé

BANQUE DU CANADA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

— Octobre 2007 —

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada, composé de David Dodge, Paul Jenkins, Sheryl Kennedy, Pierre Duguay, David Longworth et Tiff Macklem.

La stratégie de maîtrise de l'inflation au Canada*

La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi; c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.

- Un bas taux d'inflation favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les variations cycliques de la production et de l'emploi.

L'outil de la politique monétaire

- Des annonces portant sur l'outil de la politique monétaire de la Banque, à savoir le taux cible du financement à un jour, sont effectuées, à moins de circonstances exceptionnelles, à huit dates préétablies pendant l'année.

- En fixant une cible pour le taux du financement à un jour, la Banque du Canada exerce une influence sur les taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'incidence qu'a une modification des taux directeurs sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

Les cibles

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada se sont entendus sur l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener le taux d'augmentation de l'IPC global au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. La cible d'inflation a été reconduite à quelques reprises depuis. En novembre 2006, elle a été renouvelée pour une période de cinq ans, soit jusqu'à la fin de 2011. Selon les termes de la nouvelle entente, la Banque continuera de mener la politique monétaire de façon à maintenir l'inflation mesurée par l'IPC global à 2 %, soit au milieu d'une fourchette de maîtrise de l'inflation allant de 1 à 3 %.

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque utilise, comme indicateur de la tendance fondamentale de l'inflation, un *indice de référence* qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes.

* Voir à ce sujet la « Déclaration commune du gouvernement du Canada et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation », le communiqué émis le 23 novembre 2006 et la note d'information publiée le même jour. Ces trois documents sont reproduits aux pages 47 à 62 de la livraison de l'hiver 2006-2007 de la *Revue de la Banque du Canada*.

Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario)
K1A 0G9

CN ISSN 1201-8783

Imprimé au Canada sur papier recyclé

BANQUE DU CANADA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

— Octobre 2007 —

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada, composé de David Dodge, Paul Jenkins, Sheryl Kennedy, Pierre Duguay, David Longworth et Tiff Macklem.

Depuis une quinzaine d'années, le Canada profite d'une croissance soutenue, d'un taux d'inflation bas et stable ainsi que d'une gestion de plus en plus saine des finances publiques. [...] Le Canada doit sa santé économique durable, du moins en partie, à son solide cadre de politique macroéconomique, qui repose entre autres sur une politique monétaire transparente axée sur la poursuite de cibles d'inflation [...] et sur une saine politique budgétaire.

David Dodge

Gouverneur, Banque du Canada
12 septembre 2007

TABLE DES MATIÈRES

1. Vue d'ensemble 5

2. L'évolution récente de l'inflation 7

L'inflation et la cible de 2 % 7
Les facteurs qui influent sur l'inflation 9
La demande globale 9
L'offre globale 12
L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie 13
Les prix des produits de base et des extrants et les termes de l'échange . . 15

3. L'évolution financière 18

Les conditions du crédit 18
Les taux directeurs et les taux de change 22

4. Les perspectives 24

La conjoncture internationale 24
La demande et l'offre globales au Canada . . . 27
Les perspectives en matière d'inflation 29
Les risques pesant sur les perspectives 31

Notes techniques

1. L'évolution récente du marché canadien du logement 11
2. La mise en œuvre de la politique monétaire : le maintien du coût du financement à un jour au taux visé 19
3. Le coût et la disponibilité du crédit au Canada 21

1. VUE D'ENSEMBLE

L'actualité économique et financière a été marquée par plusieurs événements importants depuis la publication de la *Mise à jour* de juillet du *Rapport sur la politique monétaire*. Avec en toile de fond la robuste expansion économique mondiale et les cours élevés des matières premières, la croissance de l'économie canadienne a été supérieure aux prévisions par suite de la vigueur considérable de la demande intérieure. L'économie fonctionne maintenant davantage au-delà de son potentiel qu'on ne l'avait alors anticipé. L'inflation mesurée par l'indice de référence, qui s'est maintenue au-dessus de 2 % au cours de la dernière année, se situait à 2,2 % au mois d'août. L'inflation mesurée par l'IPC global, qui dépassait la cible de 2 % depuis le printemps, est descendue temporairement à 1,7 % en août.

Depuis la parution de la *Mise à jour* de juillet, les perspectives d'évolution de l'économie américaine se sont assombries en raison du ralentissement plus important que prévu dans le secteur du logement. La Banque a revu à la baisse sa projection concernant l'expansion du PIB aux États-Unis, tablant maintenant sur un taux de 1,9 % en 2007 et de 2,1 % en 2008. La croissance dans ce pays devrait remonter à 3 % en 2009.

En juillet et en août, le dollar canadien s'est échangé généralement à l'intérieur d'une fourchette allant de 93 à 95,5 cents É.-U., mais il s'est depuis lors apprécié de façon marquée, grimpant jusqu'à 1,03 dollar É.-U. Dans son nouveau scénario de référence, la Banque suppose que le cours du dollar canadien s'établira en moyenne à 98 cents É.-U., soit au milieu de la fourchette dans laquelle il s'est maintenu depuis la publication de la *Mise à jour* de juillet. De plus, les conditions du crédit se sont resserrées par suite de l'évolution des marchés financiers cet été. En ce qui concerne le Canada, la Banque fait l'hypothèse que le coût du crédit aux entreprises et aux ménages par rapport au taux du financement à un jour sera de 25 points de base supérieur, au cours de la période de projection, à ce qu'il était avant l'été.

Malgré le resserrement des conditions du crédit, la demande intérieure au Canada devrait rester vigoureuse. Mais compte tenu des effets combinés de la détérioration des perspectives de croissance aux États-Unis et du niveau plus élevé postulé pour le dollar canadien, les exportations nettes exerceront en 2008 et 2009 un effet modérateur sur l'économie plus prononcé qu'on ne l'avait d'abord envisagé. Par conséquent, l'économie canadienne devrait progresser de 2,6 % en 2007, de 2,3 % en 2008 et de 2,5 % en 2009.

À la faveur du rétablissement de l'équilibre au sein de l'économie et étant donné l'incidence directe du raffermissement du dollar

---

Le présent rapport se fonde sur l'information reçue à la date d'annonce préétablie du 16 octobre 2007.

canadien sur les prix à la consommation, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait redescendre progressivement à 2 % au second semestre de 2008, soit un peu plus tôt qu'on ne l'avait anticipé, puis s'y maintenir jusqu'à la fin de la période de projection. Sous l'effet du renchérissement de l'énergie, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait augmenter fortement au quatrième trimestre de 2007, pour s'établir à quelque 3 %. Elle devrait ensuite revenir à la cible de 2 % au deuxième semestre de l'année prochaine et y rester.

Un certain nombre des risques qui avaient été évoqués dans la *Mise à jour* de juillet se sont réalisés à des degrés divers. Dans son nouveau scénario de référence, la Banque tient compte du renforcement de la demande des ménages au Canada, du repli plus marqué du secteur du logement aux États-Unis et de l'appréciation du dollar canadien.

Toutefois, des risques importants, tant à la hausse qu'à la baisse, continuent de peser sur la projection de la Banque en matière d'inflation. Du côté des risques à la hausse, il y a la possibilité que la demande excédentaire au sein de l'économie canadienne persiste plus longtemps que prévu. Cette évolution pourrait découler de deux sources, soit une progression des dépenses des ménages plus solide que ce à quoi on s'attend et un taux d'accroissement de la productivité inférieur aux hypothèses. Du côté des risques à la baisse, si le taux de change du dollar canadien devait se maintenir au-dessus du niveau de 98 cents É.-U. postulé pour la période de projection pour des raisons qui ne seraient pas liées à une demande de produits canadiens plus élevée que prévu, la production et l'inflation seraient plus faibles. En outre, l'effet de l'appréciation passée du dollar canadien sur la demande et l'inflation pourrait se révéler plus important qu'escompté, et l'incidence de la faiblesse du secteur du logement aux États-Unis, plus grande que projeté.

Tout bien considéré, la Banque estime que les risques entourant la projection en matière d'inflation sont relativement équilibrés, quoique les risques à la baisse puissent être légèrement prépondérants.

En outre, la durée et les conséquences économiques des événements ayant secoué dernièrement les marchés financiers ainsi que la possibilité d'une correction désordonnée des déséquilibres mondiaux représentent une source d'incertitude entachant les perspectives.

Dans ces circonstances, la Banque a laissé inchangé son taux directeur, à 4,50 %, le 5 septembre et le 16 octobre. Elle juge, à l'heure actuelle, que le taux cible du financement à un jour se trouve à un niveau compatible avec la réalisation de la cible d'inflation à moyen terme.

2. L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

L'inflation et la cible de 2 %

L'inflation tendancielle dépasse 2 %...

L'inflation tendancielle s'est située au-dessus de 2 % au cours de la dernière année, alors que l'inflation mesurée par l'IPC global, qui dépassait aussi les 2 % depuis le printemps, est descendue temporairement à 1,7 % en août sous l'effet des fluctuations des prix de certaines des composantes les plus volatiles (Graphique 1).

... sous l'effet des pressions soutenues s'exerçant sur la capacité de production.

Le taux d'accroissement de l'indice de référence[1], un indicateur plus fiable de la tendance fondamentale de l'inflation que la hausse de l'IPC global, s'est établi en moyenne à 2,3 % ces derniers mois, comme on l'avait projeté dans la *Mise à jour* de juillet. Ce résultat est dû aux pressions soutenues qui s'exercent sur la capacité de production de l'économie. Les autres mesures de l'inflation tendancielle que suit la Banque sont aussi demeurées au-dessus de 2 % en juillet et en août (Graphique 2)[2]. Les effets de la forte demande intérieure se sont fait particulièrement sentir sur les prix des services inclus dans l'indice de référence (Graphique 3). L'augmentation des frais de logement a été un peu plus prononcée qu'on ne s'y attendait, en raison de la vigueur plus grande que prévu à l'extérieur de l'Alberta. De plus, les prix des aliments inclus dans l'indice de référence ont poursuivi leur ascension rapide, du fait de la progression continue des cours des céréales et des oléagineux. La pression baissière que la réduction des prix de nombreux biens à forte teneur en importations (comme les biens semi-durables et les biens ménagers durables) exerce sur l'inflation mesurée par l'indice de référence s'est atténuée encore davantage; toutefois, des rabais plus généreux ont été consentis aux acheteurs d'automobiles.

L'inflation mesurée par l'IPC global est descendue temporairement à 1,7 % en août.

Le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global a été moins élevé qu'escompté, en raison du niveau des prix de certaines des composantes les plus volatiles. C'est le cas, entre autres, de l'essence, dont les prix reflètent une réduction des marges bénéficiaires occasionnée par un retour plus hâtif qu'anticipé de la production nord-américaine à des niveaux plus normaux après les

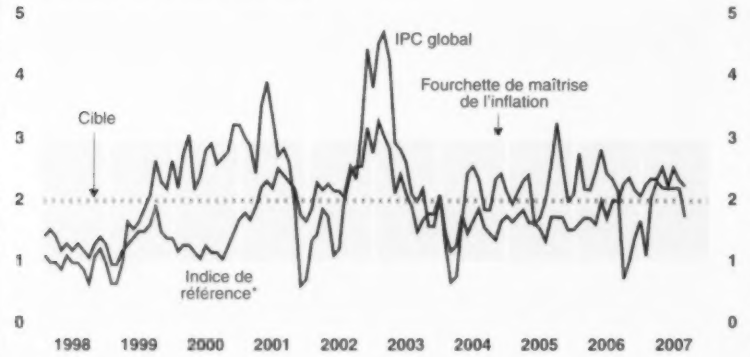
1. L'indice de référence exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Les huit composantes exclues sont les fruits, les légumes, l'essence, le mazout, le gaz naturel, le transport interurbain, les produits du tabac et les intérêts sur les prêts hypothécaires.
2. La mesure IPCP est influencée par les modifications de la TPS et des autres impôts indirects. Sans cet effet, le taux de variation d'IPCP aurait aussi excédé 2 % de février à juin 2007.

perturbations de l'offre au printemps passé. Les prix du gaz naturel ont aussi été plus bas que prévu.

Graphique 1

Indice des prix à la consommation

Taux de variation sur douze mois

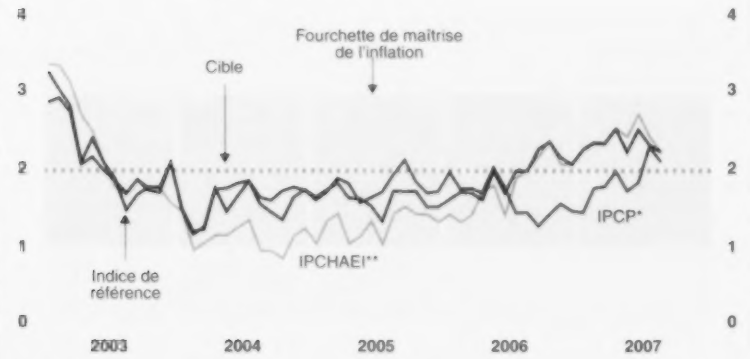


* Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

Graphique 2

Indice de référence et autres mesures de l'inflation tendancielle

Taux de variation sur douze mois



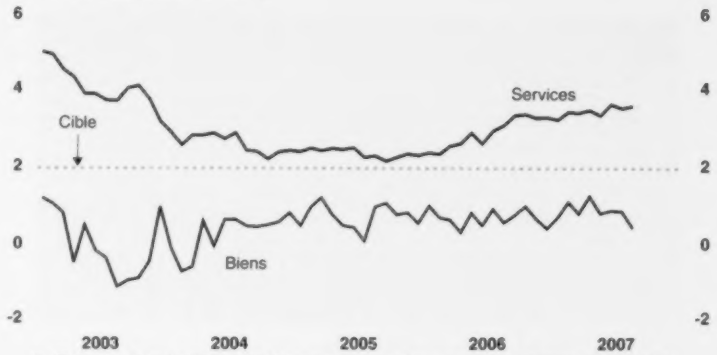
* Dans la mesure IPCP, la pondération de chacune des composantes du panier de l'IPC est multipliée par un coefficient qui est inversement proportionnel à la variabilité de la composante. IPCP n'exclut pas l'effet des modifications des impôts indirects.

** La mesure IPCHAEI exclut l'alimentation, l'énergie et l'effet des modifications des impôts indirects.

Graphique 3

Évolution des prix des biens* et des services compris dans l'indice de référence, hors effet des modifications des impôts indirects**

Taux de variation sur douze mois



* Exclusion faite des fruits, des légumes, de l'essence, du mazout, du gaz naturel et des produits du tabac

** Exclusion faite des intérêts sur les prêts hypothécaires et du transport interurbain

Les principaux indicateurs des attentes d'inflation demeurent aux alentours de 2 %. Le taux d'augmentation moyen de l'IPC global projeté par les prévisionnistes du secteur privé pour 2008 s'inscrit légèrement au-dessus de 2 %. D'après les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus cet automne, plus de 80 % des firmes sondées estiment que la hausse de l'IPC se maintiendra à l'intérieur d'une fourchette de 1 à 3 %, en moyenne, durant les deux prochaines années. En ce qui concerne l'inflation à long terme, les prévisionnistes continuent de tabler sur des taux très proches de 2 %.

Les principaux indicateurs des attentes d'inflation demeurent aux alentours de 2 %.

Les facteurs qui influent sur l'inflation

La demande globale

La croissance du PIB réel du Canada s'est nettement accélérée au premier semestre de 2007, pour atteindre un taux annualisé de 3,7 %. À 3,4 %, le taux d'expansion du PIB réel au deuxième trimestre a dépassé le chiffre de 2,8 % avancé dans la *Mise à jour* de juillet. Ce dynamisme inattendu tient à la hausse plus marquée des dépenses des ménages et à l'effet modérateur moins important que prévu exercé par les exportations nettes[3]. Les données disponibles pour le troisième trimestre donnent à penser que la

La croissance économique au Canada a été supérieure aux projections au premier semestre de 2007.

3. De même, par suite de la révision à la baisse du volume des importations, le taux de croissance au premier trimestre, estimé au départ à 3,7 %, a été revu légèrement à la hausse et s'établit maintenant à 3,9 %.

demande intérieure finale est demeurée forte mais que l'effet modérateur des exportations nettes s'est accentué. En outre, les données actuellement disponibles tendent à indiquer que le PIB réel se serait accru d'environ 2,5 %, soit un chiffre légèrement inférieur à celui de 2,7 % projeté dans la dernière *Mise à jour*.

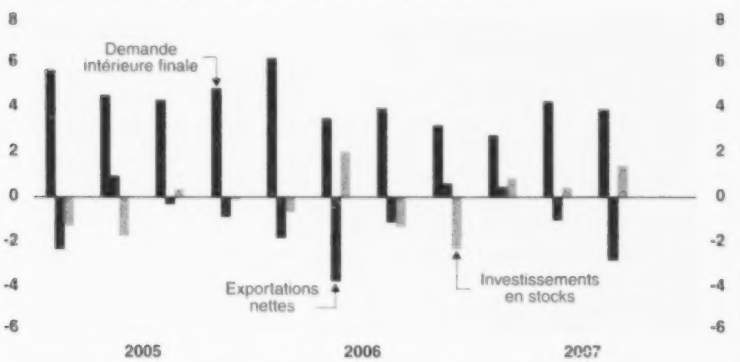
La demande intérieure finale est restée le principal moteur de la croissance du PIB...

La demande intérieure finale est restée le principal moteur de la croissance du PIB pendant les six premiers mois de 2007 (Graphique 4). Le revenu disponible réel des particuliers a augmenté considérablement, grâce à la vigueur du marché du travail. L'avoir net des ménages a continué de progresser, à la faveur de l'amélioration des termes de l'échange du Canada et du renchérissement substantiel des maisons. De plus, l'essor appréciable du crédit aux ménages s'est poursuivi. Ces facteurs ont favorisé une forte hausse des dépenses des ménages, dont les investissements dans le logement (Note technique 1). Par contre, la croissance des dépenses d'investissement des entreprises s'est sensiblement ralentie. Les dépenses dans le secteur des hydrocarbures en particulier ont fléchi, en grande partie à cause de l'incidence qu'a eue le recul des cours du gaz naturel sur les activités de forage classique.

Graphique 4

Contribution à la croissance du PIB réel

En points de pourcentage par trimestre (chiffres annualisés)



Nota : Les chiffres du PIB pour le troisième trimestre de 2007 sont une estimation de la Banque fondée sur les plus récentes données disponibles.

... alors que les exportations nettes ont exercé un effet modérateur.

Les exportations totales du Canada se sont inscrites en légère hausse au premier semestre de 2007, soutenues par la vive croissance des exportations de produits et de ressources énergétiques. Le repli des ventes de véhicules automobiles aux États-Unis a cependant contribué à faire baisser les exportations canadiennes de produits automobiles, alors que l'essoufflement du marché américain du logement a bridé les exportations de produits forestiers.

Note technique 1

L'évolution récente du marché canadien du logement

L'investissement dans le secteur du logement au Canada affiche cette année encore un fort dynamisme, alimenté par la vigueur de l'emploi, une hausse soutenue des revenus, des taux d'intérêt relativement bas et les modalités très flexibles du crédit hypothécaire (Graphique A). Cet essor a dépassé les attentes de la Banque.

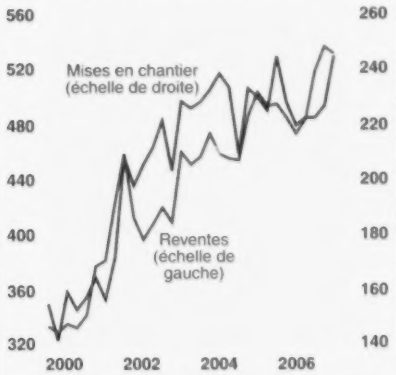
Cette solide activité s'est accompagnée d'une augmentation des prix plus vive que prévu, surtout sur le marché de la revente. En Alberta en particulier, les prix de revente des maisons ont beaucoup grimpé dans les principaux centres depuis 2005 (Graphique B). Si la hausse des prix a ralenti à Calgary cette année à la faveur d'une montée de l'offre, elle s'est par contre accélérée à Edmonton et n'a montré des signes de stabilisation que récemment. Les augmentations observées en Alberta demeurent bien au-dessus de la moyenne nationale. Mais alors que la progression des prix des maisons se modérait en Alberta, ailleurs au pays, certaines grandes villes connaissaient un nouvel élan des prix de revente en 2007. Ainsi, en Saskatchewan, les prix des maisons ont enregistré de fortes hausses, du fait d'une conjoncture économique favorable, d'un bilan migratoire positif et d'une offre limitée de logements.

Le renchérissement des maisons au Canada depuis quelques années a permis aux propriétaires de financer une partie de leurs dépenses de consommation grâce aux prêts garantis par la valeur nette des propriétés. La Banque estime que le recours accru à ce type de financement a contribué de façon importante à soutenir la croissance des dépenses réelles des ménages ces dernières années.

Graphique A

Activité sur le marché du logement au Canada

En milliers d'unités (données annualisées)

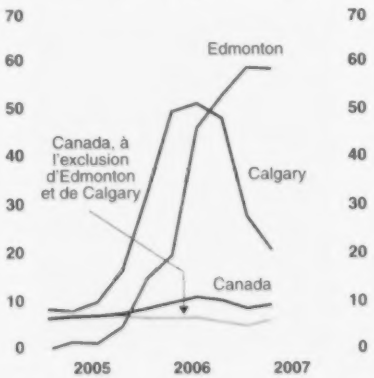


Sources : Association canadienne de l'immeuble et Société canadienne d'hypothèques et de logement

Graphique B

Évolution des prix de revente des maisons au Canada

Taux de variation en glissement annuel



Source : Royal LePage

Parallèlement, les importations ont augmenté plus fortement que les exportations, poussées par le dynamisme de la demande intérieure et l'appréciation qu'a connue le dollar canadien ces dernières années.

Les exportations nettes, au deuxième trimestre de 2007, ont néanmoins ralenti la croissance un peu moins qu'on ne s'y attendait. Ce résultat semble tenir à des facteurs temporaires, les données préliminaires du troisième trimestre laissant en effet entrevoir une diminution marquée des exportations nettes.

L'offre globale

Le nombre d'heures travaillées dans le secteur des entreprises a progressé de 1,6 % en glissement annuel au deuxième trimestre de 2007, ce qui représente une modeste baisse comparativement au taux d'accroissement moyen des trois années précédentes. Ce léger ralentissement de la hausse du nombre d'heures travaillées est surtout attribuable à la réduction de la durée moyenne de la semaine de travail, la création d'emplois étant demeurée relativement ferme.

La croissance de la productivité du travail dans le secteur des entreprises a augmenté, atteignant 0,9 % en rythme annuel au deuxième trimestre de cette année, ce qui était encore quelque peu inférieur au taux moyen enregistré pendant la période de 2004 à 2006 (Graphique 5). Cette situation pourrait s'expliquer en partie par le transfert de main-d'œuvre et de capital vers les secteurs de l'exploitation des matières premières et de la production de biens et services non échangeables, dans la mesure où la main-d'œuvre et le capital peuvent accuser une certaine perte de productivité en pareille période d'ajustement. Dans le secteur des ressources naturelles, les cours relativement élevés des produits de base ont continué d'encourager l'exploitation de ressources plus coûteuses à extraire, ramenant ainsi la productivité à un niveau inférieur à celui qu'elle aurait affiché autrement.

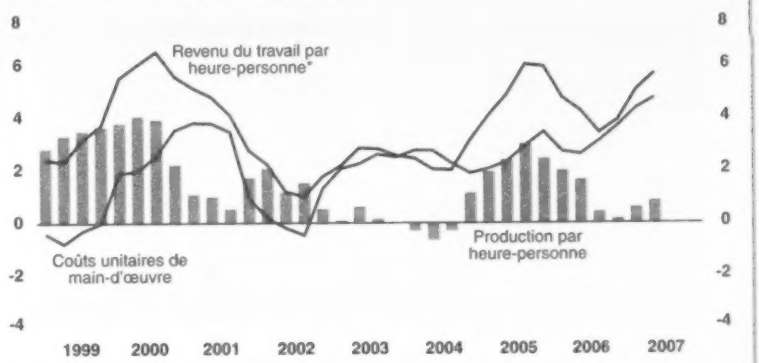
On estime que le rythme d'expansion moyen de la production potentielle s'est chiffré à environ 2,5 % pour la période de 2004 à 2006.

Pour établir l'évolution de la capacité de production, la Banque analyse les variations de l'offre de main-d'œuvre et de la productivité du travail en les scindant selon leurs composantes tendancielles et cycliques. Après avoir mis à jour sa mesure usuelle en fonction des données les plus récentes, la Banque estime que le rythme d'expansion moyen de la production potentielle s'est chiffré à quelque 2,5 % de 2004 à 2006, soit un taux légèrement inférieur aux estimations précédentes.

Graphique 5

Coûts unitaires de main-d'œuvre et productivité du travail dans le secteur des entreprises

Taux de variation en glissement annuel



* Le revenu du travail comprend le revenu du travail des salariés ainsi qu'un revenu implicite du travail pour les travailleurs autonomes.
Source : *Le Quotidien* de Statistique Canada

L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie

Selon la plupart des indicateurs, l'économie fonctionnait davantage au-dessus de son potentiel au troisième trimestre qu'on ne l'avait projeté.

Selon la plupart des indicateurs, l'économie canadienne fonctionne davantage au-dessus de son potentiel qu'on ne le projetait au moment de la publication de la *Mise à jour* de juillet.

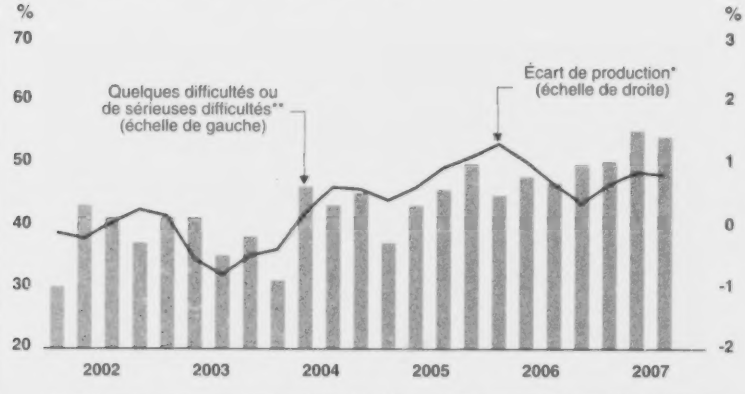
Les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus cet automne révèlent qu'une forte proportion de firmes estiment encore qu'elles auraient du mal à faire face à une hausse inattendue de la demande (Graphique 6). D'après la mesure dont se sert habituellement la Banque pour estimer l'écart de production, l'économie tournait à une cadence dépassant d'environ 0,8 % sa capacité au troisième trimestre de 2007 (Graphique 6), soit un chiffre un peu supérieur à celui avancé dans la *Mise à jour* de juillet[4]. En revanche, le taux d'utilisation des capacités dans le secteur des produits non agricoles publié par Statistique Canada témoigne de pressions quelque peu inférieures à la moyenne sur l'appareil de production au deuxième trimestre de 2007. Cela dit, le fait que l'inflation mesurée par l'indice de référence dépasse en moyenne 2 % depuis septembre 2006 conforte

4. Le niveau de la demande excédentaire au troisième trimestre de 2007, estimé à l'aide de la mesure usuelle de la Banque, est supérieur d'à peu près 0,2 point de pourcentage à celui prévu dans la *Mise à jour* de juillet. Cette augmentation est due à une légère révision à la hausse du niveau projeté du PIB réel au troisième trimestre et à une légère réduction du niveau estimé de la capacité de production.

l'opinion selon laquelle l'économie fonctionne au-dessus de sa capacité de production.

Graphique 6

Estimation de l'écart de production et réponses à la question de l'enquête sur les perspectives des entreprises concernant les pressions sur la capacité de production



* Différence entre la production observée et la production potentielle estimée. La valeur estimée de l'écart pour le troisième trimestre de 2007 se fonde sur une croissance prévue de la production de 2,5 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

** Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes

En septembre, le ratio de l'emploi à la population égalait son sommet historique, tandis que le taux de chômage touchait son niveau le plus bas des 33 dernières années. Toutes les mesures de l'évolution de la rémunération se sont raffermies ces derniers mois et concordent maintenant davantage avec les autres indicateurs des tensions présentes sur les marchés du travail. Le taux de variation sur douze mois du salaire horaire moyen des employés permanents tiré des données de l'Enquête sur la population active que publie Statistique Canada (considéré comme un indicateur fiable de la variation sous-jacente des salaires globaux) est remonté pour se situer entre 3 et 4 % de juin à septembre (Graphique 7). Le rythme de croissance sur un an de la rémunération horaire établie selon les comptes de la productivité de Statistique Canada — un indicateur plus volatil — a quant à lui augmenté de façon encore plus marquée pour atteindre 5,7 % au deuxième trimestre de 2007 (Graphique 5). Sous l'effet des majorations importantes de la rémunération horaire dans le secteur des entreprises, les coûts unitaires de main-d'œuvre affichaient une hausse de 4,8 % au deuxième trimestre de 2007, comparativement au niveau où ils se situaient un an plus tôt. La proportion de firmes ayant signalé des

pénuries de main-d'œuvre, lors de l'enquête menée cet automne par la Banque, a progressé par rapport à l'enquête précédente.

Après avoir passé en revue tous les indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production, le Conseil de direction est d'avis que, dans l'ensemble, l'économie tournait à environ 3/4 % au-dessus de son plein potentiel au troisième trimestre de 2007.

Le Conseil de direction est d'avis que l'économie tournait à environ 3/4 % au-dessus de son plein potentiel au troisième trimestre de 2007.

Graphique 7

Accords salariaux et salaire horaire moyen

Augmentation annuelle effective du taux de rémunération de base stipulée dans les accords nouvellement négociés

* Source : Statistique Canada, *Information population active*
** Source : Développement des ressources humaines Canada. À noter que la valeur la plus récente est la moyenne des chiffres de juillet et d'août 2007.

Les prix des produits de base et des extrants et les termes de l'échange

Ces derniers mois, les prix mondiaux des produits de base non énergétiques ont légèrement diminué par rapport au sommet atteint en mai, mais ils restent élevés dans l'ensemble (Graphique 8). Les cours des métaux ont fléchi, partiellement à cause du resserrement des conditions du crédit à l'échelle du globe, mais se sont redressés depuis. De plus, le repli actuel du marché du logement aux États-Unis a contribué à réduire davantage la demande de bois d'œuvre. Par contre, les prix des céréales et des oléagineux ont continué leur ascension, en raison surtout des répercussions des conditions climatiques défavorables sur les stocks mondiaux.

Les prix des produits de base non énergétiques ont légèrement diminué par rapport au sommet atteint en mai...

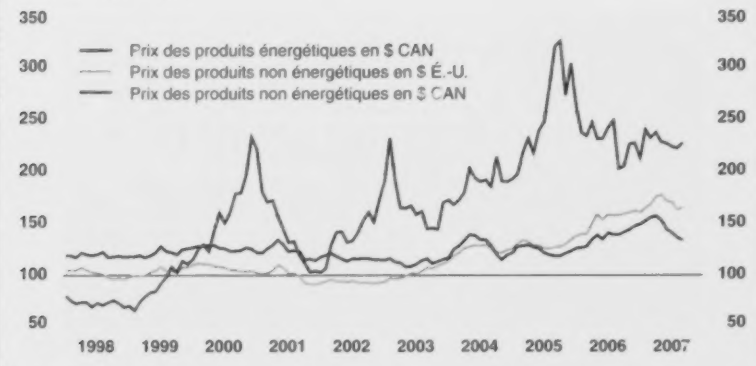
Le prix du baril de pétrole brut léger (West Texas Intermediate), qui avoisinait 72 dollars É.-U. au moment de la publication de la *Mise à jour* de juillet, s'est chiffré en moyenne à 81 dollars É.-U.

... mais les cours du pétrole brut ont augmenté.

durant la période de dix jours terminée le 12 octobre 2007. Ce renchérissement est dû surtout à la vigueur continue de la demande mondiale et au niveau quasi inchangé de l'offre à court terme.

Graphique 8

Indice des prix des produits de base de la Banque du Canada



Un redressement des termes de l'échange soutiendra la progression des revenus tout au long de 2007.

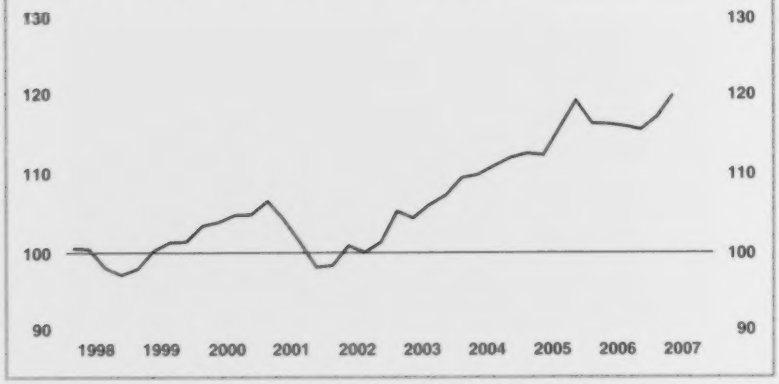
Les termes de l'échange du Canada se sont redressés pendant la première moitié de 2007, à la faveur de la hausse marquée des cours des produits de base non énergétiques (Graphique 9). Par conséquent, le taux de variation sur quatre trimestres de l'indice des prix en chaîne du PIB (une mesure globale du prix des biens et des services produits au Canada) est passé de 0,9 % au quatrième trimestre de 2006 à 3,5 % au deuxième trimestre de 2007 (Graphique 10). Le rythme de progression de l'indice des prix en chaîne de la demande intérieure ayant ralenti pour s'établir à 2,5 % au second trimestre, cette évolution implique une poussée des revenus réels au Canada.

Les termes de l'échange devraient demeurer élevés au deuxième semestre de 2007, ce qui favorisera vraisemblablement une croissance soutenue du PIB nominal et, par le fait même, des bénéfices des sociétés et des recettes fiscales des administrations publiques.

Graphique 9

Termes de l'échange

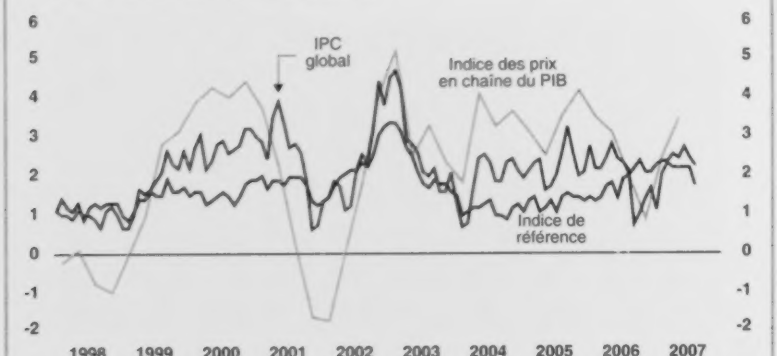
Rapport entre le prix des exportations et celui des importations (2002 = 100)



Graphique 10

Indice des prix en chaîne du PIB, indice de référence et IPC global

Taux de variation en glissement annuel



3. L'ÉVOLUTION FINANCIÈRE

Les événements récents survenus sur les marchés financiers ont eu pour effet de creuser les écarts de crédit.

Au cours des récents mois, l'ampleur inattendue des pertes liées aux prêts hypothécaires à risque aux États-Unis a eu certaines conséquences sur les marchés financiers mondiaux. L'incertitude entourant l'évaluation des produits financiers structurés s'est accentuée, et les investisseurs se sont tournés vers les obligations d'État et les bons du Trésor, assortis d'un risque plus faible, ce qui a entraîné un creusement des écarts de crédit. Les institutions financières et les entreprises des grands pays industrialisés, dont le Canada, ont dû faire face à une hausse des taux d'intérêt à court terme (Graphique 11). Dans ce contexte, la Banque du Canada a procédé à des opérations courantes à quelques occasions afin d'injecter des liquidités destinées à favoriser un fonctionnement efficient des marchés financiers canadiens et de maintenir le taux du financement à un jour près de la cible de 4,50 % (Note technique 2). Même si les perturbations des marchés financiers se sont quelque peu atténuées depuis août, ceux-ci sont encore en proie à une incertitude accrue.

Graphique 11

Taux d'intérêt à court terme au Canada

Les conditions du crédit

Les institutions financières sont confrontées à des besoins de financement anormalement élevés.

Les institutions financières canadiennes se trouvent aux prises avec un très net accroissement des besoins de financement. Les récentes turbulences sur les marchés de la titrisation les ont amenées à prendre des mesures pour soutenir leurs propres programmes d'émission de papier commercial adossé à des actifs, au point où

Note technique 2

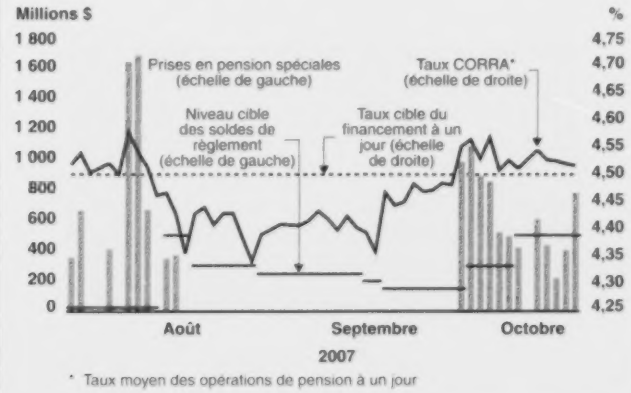
La mise en œuvre de la politique monétaire : le maintien du coût du financement à un jour au taux visé

Le cadre de mise en œuvre de la politique monétaire au Canada est axé sur le maintien du taux du financement à un jour près de la cible visée[1]. Le principal outil que la Banque du Canada utilise pour influer sur ce taux est la fourchette opérationnelle de 50 points de base, dont elle renforce l'application grâce à ses mécanismes permanents d'octroi de liquidités et de dépôt. Lorsque le coût du financement à un jour s'écarte du taux visé, la Banque procède à des opérations de pension sur le marché et modifie le niveau des soldes de règlement fournis au système financier. Si les fonds à un jour se négocient généralement à un taux supérieur à la cible, la Banque intervient au moyen de prises en pension spéciales; dans le cas contraire, elle conclut des cessions en pension. En outre, la Banque peut influer sur le taux à un jour en visant un niveau supérieur ou inférieur au montant normal de 25 millions de dollars pour les soldes de règlement.

Des prises en pension spéciales ont régulièrement lieu en fin de mois, de trimestre et d'année, ainsi que durant les périodes où des flux de paiement considérables transitent par le système. La Banque a fait appel aux prises en pension spéciales et aux cessions en pension et modifié le niveau des soldes de règlement, selon les besoins, à diverses reprises en 1999 — à l'approche de l'entrée en service du Système de transfert de paiements de grande valeur — ainsi qu'au début de 2006, pour contrecarrer des pressions durables à la baisse sur le taux à un jour.

Depuis le début d'août, la Banque a de nouveau eu recours à ces instruments pour neutraliser les pressions à la hausse s'exerçant sur le taux à un jour et maintenir ce dernier près de la cible.

Prises en pension spéciales et soldes de règlement



* Taux moyen des opérations de pension à un jour

1. Voir le document « La cible visée par la Banque du Canada pour le taux du financement à un jour — Le cadre de mise en œuvre de la politique monétaire », publié sous forme d'annexe à l'article de Christopher Reid paru dans la livraison du printemps 2007 de la *Revue de la Banque du Canada* (www.bank-banque-canada.ca/fr/revue/printemps07/reid-f.pdf). On trouvera d'autres renseignements à l'adresse www.banqueducanada.ca/fr/lvts/lvts_primer_2007f.pdf.

la plupart d'entre elles détiennent aujourd'hui des stocks anormalement élevés de ce type de produits. Les banques sont en outre appelées à fournir des prêts et du crédit de substitution, conformément à des engagements préalables à l'égard de lignes de crédit, aux sociétés qui ont cessé de se financer sur le marché. Bien qu'elles aient suffisamment de capitaux et de liquidités pour honorer leurs engagements financiers, il reste que l'augmentation actuelle des frais de financement a conduit les banques à resserrer les conditions du crédit. Ce resserrement se fait sentir dans le coût, la disponibilité et les modalités du crédit accordé aux entreprises et aux ménages (Note technique 3). Pour certaines entreprises, cependant, la pression à la hausse exercée par la montée des coûts des emprunts sur le coût du capital en général a été compensée dans une certaine mesure par une légère pression à la baisse exercée par la vigueur des marchés boursiers sur le coût du financement par actions.

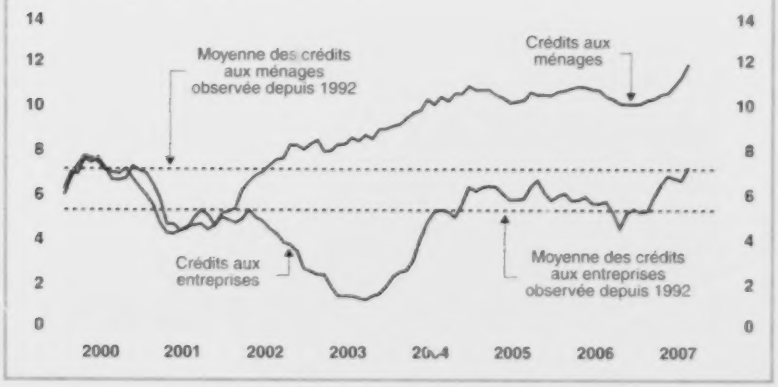
Les conditions du crédit se sont durcies quelque peu.

La croissance des crédits aux entreprises et aux ménages s'est accélérée en juillet et en août, alors qu'elle se situait déjà à des niveaux respectables (Graphique 12). Depuis, les banques ont quelque peu durci les modalités d'octroi de prêts aux entreprises et majoré le coût du crédit, aussi bien du côté des firmes que de celui des ménages. Cette évolution aura probablement un effet modérateur sur les emprunts.

Graphique 12

Crédits aux entreprises et aux ménages

Taux de variation en glissement annuel



L'expansion des agrégats monétaires au sens large est restée robuste depuis la parution de la *Mise à jour* de juillet et laisse entrevoir des pressions à la hausse sur l'inflation tout au long de 2008 (Graphique 13).

Note technique 3

Le coût et la disponibilité du crédit au Canada

Au Canada, les conditions du crédit se sont resserrées depuis la fin de juillet sous l'effet d'une réévaluation des primes de risque, les investisseurs s'étant montrés plus réticents à détenir un large éventail de titres du secteur privé, au premier chef le papier commercial adossé à des actifs. Le degré du resserrement, envisagé sous l'angle de la disponibilité et du coût du financement pour les institutions financières, les entreprises et les ménages, est difficile à mesurer. Et comme la situation continue d'évoluer, une grande incertitude entoure les estimations à ce sujet. Mais une chose est claire : le coût des emprunts sur le marché et auprès des banques a augmenté, et les conditions du crédit se sont durcies.

Le coût du financement supporté par les banques canadiennes qui recourent à divers instruments du marché a augmenté de 10 à 35 points de base par rapport au taux où il se situait à la fin de juillet. La hausse du coût des dépôts a été plus modeste.

Certains taux d'emprunt affichés par les institutions financières ont monté au cours des derniers mois. Les taux effectifs payés par les entreprises et les particuliers se sont aussi accrus, les banques ayant réduit les rabais qu'elles offrent sur les taux affichés (comme le taux préférentiel). En outre, certaines institutions financières ont durci les clauses restrictives applicables aux nouveaux prêts, alors que d'autres ont signalé une diminution du volume des prêts octroyés. Au total, on estime que les coûts effectifs des prêts consentis aux ménages et aux entreprises par les institutions financières ont progressé d'environ 20 à 35 points de base.

Le coût des fonds mobilisés par les entreprises sur les marchés financiers a aussi augmenté quelque peu depuis juillet. La majoration du coût global des emprunts contractés sur le marché à court terme serait de l'ordre de 20 à 30 points de base. Les prix observés tendent à indiquer que le coût du financement à long terme est demeuré à peu près inchangé; cependant, le volume des émissions a été relativement faible et demeure concentré dans les titres de bonne qualité[1]. Par conséquent, il est probable que les prix ne reflètent pas fidèlement l'état réel des conditions d'emprunt. Le coût moyen pondéré du crédit consenti aux sociétés non financières a progressé d'au moins 15 à 25 points de base, une fois prises en compte les différentes composantes du financement bancaire et du financement sur le marché.

Dans l'ensemble, estime-t-on, le coût des emprunts des ménages et des entreprises est d'environ 25 points de base supérieur, par rapport au taux du financement à un jour, à ce qu'il était avant les événements de cet été, et l'offre et les conditions de crédit se sont resserrées quelque peu.

1. La baisse du rendement des titres d'État ayant été un peu plus marquée que l'accroissement des écarts de crédit ces derniers mois, les frais d'intérêts liés aux titres de sociétés bien cotées ont diminué.

Graphique 13

Inflation mesurée par l'indice de référence et croissance de la monnaie au sens large

En glissement annuel

* Le taux de croissance indiqué pour un trimestre donné est celui qui a été observé un an auparavant. L'agrégat M2++ a été corrigé afin d'en exclure les actifs détenus dans les fonds clones.

Les taux directeurs et les taux de change

Le taux directeur a été réduit de 50 points de base aux États-Unis le 18 septembre, et les taux d'intérêt à court terme reflètent les anticipations de modestes baisses de taux.

Aux États-Unis, la Réserve fédérale a abaissé le taux cible des fonds fédéraux de 50 points de base le 18 septembre, et les taux courts donnent à penser qu'une nouvelle réduction modérée est anticipée pour les mois à venir. Dans leur évaluation, les marchés envisagent la probabilité d'un léger relèvement des taux directeurs par la Banque centrale européenne et la Banque du Japon durant les prochains mois (Graphique 14). Au Canada, les attentes des marchés, qui sont fondées sur les taux d'intérêt à court terme, portent actuellement à croire que le taux directeur ne changera guère dans les mois qui viennent.

Le dollar canadien s'est apprécié considérablement depuis la parution de la dernière* Mise à jour, *et ce, dans le contexte d'un affaiblissement généralisé du dollar É.-U.

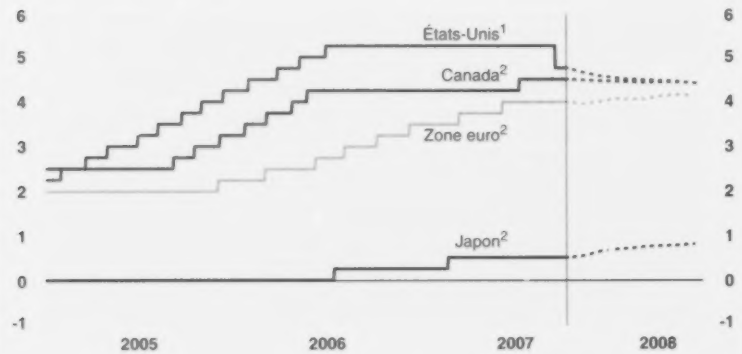
En juillet et en août, le dollar canadien a évolué généralement à l'intérieur de la fourchette de 93 à 95,5 cents É.-U. avancée dans la *Mise à jour* de juillet, mais il s'est depuis lors apprécié de façon marquée, grimpant jusqu'à 1,03 dollar É.-U. (Graphique 15). Cette appréciation récente est due, en partie, à l'affaiblissement généralisé du billet vert (face aux monnaies des principaux partenaires commerciaux des États-Unis dotés d'un régime de changes flexibles). Elle s'est produite dans un contexte de détérioration des perspectives concernant l'expansion économique et l'inflation, et de baisse du taux directeur chez nos voisins du sud. Par ailleurs, le dollar canadien continue d'être porté par la fermeté des prix des matières premières, en particulier du pétrole, et la vigueur de la

demande intérieure. Il reste que la hausse qu'il a enregistrée récemment se révèle plus importante que ce à quoi on se serait attendu compte tenu de l'évolution passée du taux de change.

Graphique 14

Taux directeurs et taux d'intérêt à terme*

Données quotidiennes



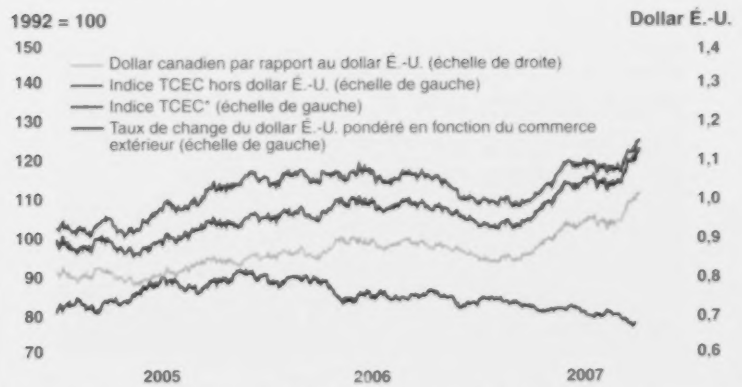
* Les traits pleins représentent les taux d'intérêt officiels, et les pointillés les taux d'intérêt à terme implicites sur le marché des fonds à un jour. Aucune correction n'a été apportée en vue de tenir compte des primes de terme.

1. Les taux à terme américains sont fondés sur les prix des contrats à terme sur fonds fédéraux.
2. Les taux à terme au Canada, dans la zone euro et au Japon sont fondés sur un taux implicite établi à partir des chiffres du marché des swaps indexés sur le taux à un jour du pays ou bloc de pays considéré.

Graphique 15

Taux de change

Données des mercredis



* L'indice de taux de change effectif du dollar canadien, ou indice TCEC, est un indice pondéré en fonction du commerce extérieur et comprend le dollar É.-U., l'euro, le yen, la livre sterling, le peso mexicain et le renminbi chinois.

4. LES PERSPECTIVES

La présente section fait état du scénario de référence de la Banque concernant les économies mondiale et canadienne pour la période se terminant à la fin de 2009. Les projections sont fondées sur plusieurs hypothèses clés. Premièrement, la Banque suppose que, durant la période de projection, le taux de change du dollar canadien s'établira en moyenne à 98 cents É.-U., soit au milieu de la fourchette de 93 à 103 cents É.-U. dans laquelle il s'est maintenu depuis la parution de la *Mise à jour* de juillet. Deuxièmement, elle fait l'hypothèse que les cours de l'énergie évolueront conformément aux cours actuels des contrats à terme. Troisièmement, on suppose que les conditions du crédit dans le monde demeureront plus restrictives et, en ce qui concerne le Canada, que le coût du crédit aux entreprises et aux ménages, par rapport au taux du financement à un jour, restera supérieur de quelque 25 points de base à celui qui avait été observé avant les récentes turbulences sur les marchés financiers. Quatrièmement, on postule que le taux d'accroissement tendanciel de la productivité du travail au pays sera de 1 1/2 % au cours de la période de projection. Enfin, la Banque table sur un ajustement ordonné des déséquilibres mondiaux.

La conjoncture internationale

L'économie mondiale continue de progresser à un rythme vigoureux.

Sous l'impulsion des pays en développement, l'économie mondiale a progressé à un rythme vigoureux pendant les trois premiers trimestres de 2007. La Banque estime désormais que le taux de croissance moyen pour l'ensemble de l'année devrait être légèrement supérieur aux prévisions de la *Mise à jour* de juillet. Cela dit, on s'attend toujours à ce que l'expansion de l'économie mondiale ralentisse un peu en 2008 et 2009 (Tableau 1).

Les taux de croissance au Japon et dans la zone euro devraient avoisiner ceux de la production potentielle.

Au Japon et dans la zone euro, la croissance économique a été un peu plus faible que prévu, mais le tassement des investissements qui en est la cause ne devrait pas durer, compte tenu de la robustesse générale des bilans et des profits des entreprises. De plus, l'amélioration constante de la situation sur les marchés du travail continuera de soutenir les dépenses des ménages. Globalement, on s'attend à ce que les taux de croissance au Japon et dans la zone euro avoisinent ceux de la production potentielle au cours des prochaines années, malgré quelques effets à court terme liés aux difficultés actuelles des marchés financiers et au repli de la demande américaine. L'expansion de l'économie du Royaume-Uni a été plus vigoureuse qu'anticipé au premier semestre. Toutefois, les récentes turbulences financières devraient ramener la croissance, à brève échéance, à un niveau plus proche de celle de la production potentielle.

Tableau 1 Projection relative à la croissance mondiale

	Part du PIB mondial réel[a] (en pourcentage)	Croissance projetée[b] (en pourcentage)			
		2006	Projection		
			2007	2008	2009
États-Unis	20	2,9 (3,3)	1,9 (2,1)	2,1 (3,0)	3,0 (3,0)
Union européenne	19	2,9 (2,8)	2,6 (2,6)	2,0 (2,2)	2,2 (2,1)
Japon	6	2,2 (2,2)	2,0 (2,6)	1,7 (1,9)	1,8 (1,8)
Chine et ENI[c] d'Asie	18	10,0 (9,8)	10,0 (9,3)	9,4 (9,0)	8,0 (8,2)
Autres pays	37	6,3 (6,2)	6,3 (5,9)	5,8 (5,7)	5,1 (5,3)
Ensemble du monde	100	5,4 (5,4)	5,2 (5,0)	4,8 (4,8)	4,5 (4,6)

a. La part de chaque pays est calculée d'après les PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2006. Source : FMI, base de données des *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2007
b. Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la projection présentée dans la *Mise à jour* de juillet du *Rapport sur la politique monétaire*.
c. Les ENI, ou économies nouvellement industrialisées, comprennent la région administrative spéciale de Hong Kong, la Corée du Sud, la Province chinoise de Taïwan et Singapour.
Source : Banque du Canada

La croissance reste forte en Chine et dans les pays à marché émergent d'Asie.

La croissance économique reste forte en Chine et dans les pays à marché émergent d'Asie. Des pressions inflationnistes semblent se développer en Chine, où on observe une hausse des prix des produits de base tels que les aliments et l'énergie. Les autorités de ce pays ont pris des dispositions afin de contenir l'augmentation de la demande globale et des prix, mais la Banque suppose qu'elles en adopteront d'autres encore.

Les projections relatives à la croissance du PIB américain ont été revues à la baisse pour 2007 et 2008.

Les projections relatives à la croissance du PIB américain ont été revues à la baisse et s'établissent à 1,9 % pour 2007 et à 2,1 % pour 2008, ce qui est nettement en deçà des taux de 2,1 % et de 3 % avancés dans la *Mise à jour* de juillet. L'économie devrait connaître une reprise en 2009. Le scénario de référence de la Banque suppose désormais un ralentissement plus prononcé et plus durable de la demande intérieure aux États-Unis. Des indicateurs plus récents laissent en effet entrevoir un recul plus marqué que prévu de l'activité dans le secteur résidentiel, ce qui aura pour effet d'amplifier et de prolonger l'ajustement des investissements dans ce domaine, comparativement aux projections antérieures. La faiblesse du secteur du logement devrait entraîner une diminution des autres dépenses de consommation, dont l'ampleur devrait toutefois être limitée quelque peu par la réduction des taux d'intérêt pratiquée dernièrement aux États-Unis. Parallèlement, l'incidence de la dépréciation cumulative du dollar américain en termes effectifs réels continuera de stimuler les exportations nettes, ce qui compensera en partie l'affaiblissement de la demande intérieure.

À la lumière des récentes révisions à la baisse des taux d'augmentation du PIB réel et de la productivité du travail observés par le passé aux États-Unis, la Banque a ramené à 2,8 % son estimation du taux d'accroissement de la production potentielle pour 2007, et à 2,6 % celui qu'elle postulait pour le reste de la période de projection. Elle prévoit par conséquent que l'offre excédentaire observée actuellement au sein de l'économie américaine sera résorbée d'ici la fin de 2009.

Les cours des produits de base non énergétiques devraient demeurer relativement élevés, même s'ils diminueront encore quelque peu.

Compte tenu des perspectives de croissance mondiale, l'indice des prix des produits de base non énergétiques devrait se replier quelque peu au cours de la période de projection, tout en demeurant supérieur à celui anticipé dans la *Mise à jour* de juillet. En particulier, l'offre de métaux augmentera vraisemblablement à un rythme plus lent qu'on ne l'escomptait antérieurement, mais on pense encore que les prix reculeront de nouveau légèrement par rapport au très haut niveau qu'ils avaient atteint au deuxième trimestre. On prévoit maintenant que les cours des céréales et des oléagineux seront plus élevés qu'on l'avait envisagé, tandis que les prix du bois d'œuvre devraient rester bas.

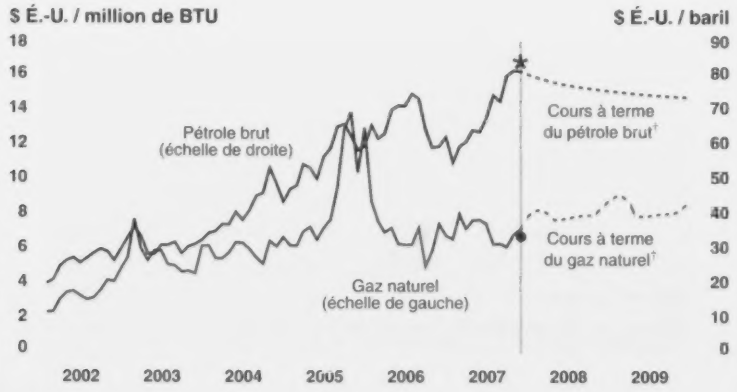
Les cours à terme du pétrole donnent à penser que le prix de l'or noir redescendra graduellement et s'établira aux alentours de 74 $ É.-U. en 2009.

Les cours au comptant du pétrole brut et les prix des contrats à terme se sont inscrits en hausse depuis juillet (Graphique 16). On s'attend à ce que le prix du baril de pétrole brut se situe aux alentours de 80 dollars É.-U. jusqu'au début de 2008, puis redescende

Graphique 16

Cours au comptant et cours à terme du pétrole brut et du gaz naturel

Données mensuelles



* Cours au comptant du pétrole brut (12 octobre 2007)
• Cours au comptant du gaz naturel (12 octobre 2007)
† Prix moyen des contrats à terme sur les dix jours se terminant le 12 octobre 2007

pour avoisiner les 74 dollars É.-U. en 2009. En revanche, les cours à terme du gaz naturel sont inférieurs à ceux observés en juillet, surtout aux horizons courts.

La demande et l'offre globales au Canada

La Banque prévoit que le PIB du Canada augmentera à un rythme de 2,6 % en 2007, de 2,3 % en 2008 et de 2,5 % en 2009.

Le scénario de référence actuel pour le Canada, comparé à celui qui est présenté dans la *Mise à jour* de juillet, prévoit un plus haut niveau d'activité économique au milieu de 2007, mais une expansion un peu moins forte au cours des deux semestres suivants (Tableau 2). La poursuite de l'augmentation vigoureuse des revenus, que favorisent les prix élevés des produits de base et la force des marchés du travail, devrait contribuer à un essor soutenu de la demande intérieure. Trois facteurs viendraient toutefois freiner la hausse du PIB, soit la détérioration des perspectives concernant l'économie américaine, le niveau plus élevé postulé pour le huard et, dans une bien moindre mesure, les répercussions du léger resserrement des conditions du crédit. Le taux de croissance trimestriel devrait se situer en moyenne tout juste au-dessus de 2 % durant le second semestre de 2007 et la première moitié de 2008, puis remonter à un niveau proche du rythme d'expansion de la capacité de production d'ici le début de 2009 (Graphique 17). Le taux d'accroissement annuel moyen du PIB devrait pour sa part se chiffrer à 2,6 % en 2007, à 2,3 % en 2008 et à 2,5 % en 2009.

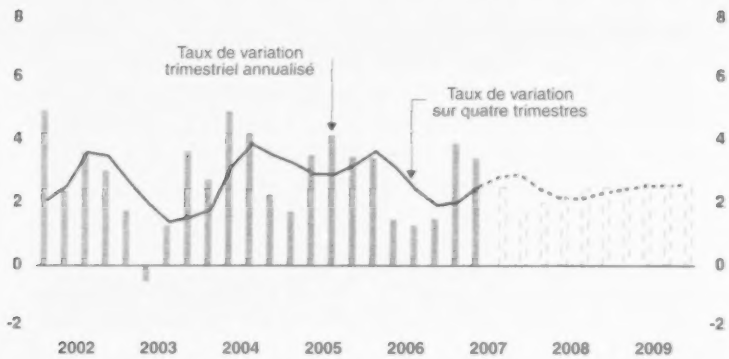
Tableau 2 Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel
En points de pourcentage*

	2006	2007	2008	2009
Consommation	2,3 (2,3)	2,1 (2,1)	2,1 (1,9)	2,0 (1,8)
Logement	0,1 (0,1)	0,2 (0,1)	-0,1 (-0,1)	0 (-0,1)
Administrations publiques	0,8 (0,8)	0,6 (0,6)	0,7 (0,7)	0,6 (0,6)
Investissements fixes des entreprises	1,2 (1,2)	0,5 (0,6)	0,5 (0,6)	0,5 (0,4)
Total partiel : demande intérieure finale	4,4 (4,4)	3,4 (3,4)	3,2 (3,1)	3,1 (2,7)
Exportations	0,3 (0,3)	0,5 (0,6)	0,2 (0,9)	0,4 (0,9)
Importations	-1,6 (-1,6)	-1,2 (-1,4)	-1,2 (-1,5)	-1,0 (-1,2)
Total partiel : exportations nettes	-1,3 (-1,3)	-0,7 (-0,8)	-1,0 (-0,6)	-0,6 (-0,3)
Stocks	-0,3 (-0,3)	-0,1 (-0,1)	0,1 (0,1)	0 (0)
PIB	2,8 (2,8)	2,6 (2,5)	2,3 (2,6)	2,5 (2,4)

* Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la *Mise à jour* de juillet.

Graphique 17

Produit intérieur brut du Canada en termes réels*



* La ligne et les colonnes en pointillé correspondent aux taux de croissance projetés dans le scénario de référence.

La progression de la demande intérieure finale devrait contribuer de façon importante à la croissance économique.

La progression de la demande intérieure finale devrait encore contribuer de façon importante à la croissance économique au second semestre de 2007 ainsi qu'en 2008 et en 2009.

La Banque entrevoit une augmentation vigoureuse des dépenses de consommation pendant la période considérée, découlant de gains constants au chapitre du revenu réel disponible et de l'avoir net des ménages. Après avoir encore grimpé modérément, jusqu'à atteindre un niveau considérable cette année, les investissements dans le secteur du logement devraient, quant à eux, reculer légèrement en 2008. Le scénario de référence suppose en outre que le resserrement des conditions du crédit modérera les dépenses des ménages.

On s'attend également à ce que ce resserrement amène certaines entreprises à reporter à 2009 des dépenses d'investissement. Parmi les facteurs contribuant à l'essor continu des investissements privés figurent les pressions qui s'exercent sur la capacité de production, le niveau élevé des cours de nombreux produits de base, la forte rentabilité des entreprises et la solidité de leurs bilans, ainsi que la diminution des prix des machines et du matériel importés.

Le taux d'accroissement réel des dépenses publiques en biens et services devrait s'établir en moyenne à un peu moins de 3 % jusqu'en 2009.

Les exportations nettes devraient brider la croissance plus que prévu dans la **Mise à jour** *de juillet.*

Alors qu'on prévoit une robuste montée des importations à l'horizon projeté, la croissance des exportations canadiennes devrait être faible, en raison du tassement anticipé de la demande intérieure aux États-Unis jusqu'à la fin de 2008 et du cours plus

élevé postulé pour le dollar canadien. En particulier, le resserrement des conditions du crédit sur le marché hypothécaire américain aura une incidence négative encore plus importante et prolongée sur la demande d'exportations canadiennes, surtout en ce qui concerne les matériaux de construction et les biens de consommation[5]. Dans l'ensemble, les exportations nettes devraient davantage freiner la croissance globale que ce qu'on envisageait en juillet.

En prenant pour hypothèse que la progression de l'offre de main-d'œuvre reculera d'environ 0,1 point de pourcentage par an par rapport au taux de 1 1/4 % anticipé pour 2008 et que le taux d'accroissement tendanciel de la productivité s'établira à 1 1/2 %, la Banque obtient un rythme d'expansion de la production potentielle de 2,8 % en 2008 et de 2,7 % en 2009 — taux identiques à ceux avancés dans la *Mise à jour* de juillet.

L'économie canadienne devrait continuer d'afficher une demande excédentaire jusqu'au début de 2009.

L'intensité des pressions s'exerçant sur la capacité de production au début de la période de projection est légèrement supérieure à celle prévue en juillet. Ces profils de croissance du PIB et de la production potentielle supposent que l'économie continuera d'afficher une demande excédentaire jusqu'au début de 2009. Dans ce scénario de référence, le taux directeur reste inchangé. L'incidence de la détérioration des perspectives de l'économie américaine et du cours plus élevé postulé pour le dollar canadien, conjuguée au faible resserrement des conditions du crédit, compense largement la plus grande vigueur de la demande intérieure, et, par conséquent, l'équilibre entre la demande et l'offre globales devrait se rétablir un peu plus rapidement qu'on ne l'escomptait en juillet.

Les perspectives en matière d'inflation

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait retourner à 2 % au second semestre de 2008.

La Banque prévoit que l'inflation mesurée par l'indice de référence se maintiendra au-dessus de 2 % jusqu'au milieu de 2008, puis qu'elle redescendra à 2 % au second semestre de l'an prochain et restera à ce niveau jusqu'à la fin de la période de projection (Tableau 3). Les pressions exercées par la demande excédentaire devraient s'estomper graduellement en raison du ralentissement de l'activité économique, ce qui contribuera à modérer la hausse des prix des services. De plus, l'incidence de l'augmentation des prix des maisons sur l'inflation devrait diminuer. On s'attend

5. Dans son scénario de référence pour les États-Unis, la Banque prévoit une baisse des investissements réels dans le logement de quelque 15 % en 2007 et 11 % en 2008. En se fondant sur des modèles de forme réduite, elle estime que, toutes choses égales par ailleurs, ce recul devrait retrancher environ 0,4 point de pourcentage de la croissance du PIB réel au Canada cette année et 0,3 point de pourcentage l'année suivante (pour une analyse similaire, voir la Note technique 1 de la livraison d'avril 2007 du *Rapport sur la politique monétaire*).

également à ce que l'appréciation du dollar canadien exerce une modeste pression supplémentaire à la baisse sur l'inflation, de par le recul des prix à l'importation. L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait donc retourner à la cible de 2 % un peu plus tôt qu'on ne l'envisageait dans la *Mise à jour* de juillet.

Tableau 3 Résumé des projections selon le scénario de référence*

	2007				2008		2009
	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er sem.	2e sem.	
PIB réel (taux de croissance trimestriels annualisés)**	**3,9** *(3,7)*	**3,4** *(2,8)*	**2,5** *(2,7)*	**1,8** *(2,6)*	**2,1** *(2,6)*	**2,5** *(2,4)*	**2,6** *(2,5)*
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	**2,0** *(2,0)*	**2,5** *(2,3)*	**2,8** *(2,6)*	**2,9** *(2,9)*	**2,3** *(2,6)*	**2,2** *(2,5)*	**2,5** *(2,4)*
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	**2,3** *(2,3)*	**2,4** *(2,4)*	**2,2** *(2,3)*	**2,3** *(2,2)*	**2,2** *(2,2)*	**2,0** *(2,1)*	**2,0** *(2,0)*
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	**1,8** *(1,8)*	**2,2** *(2,3)*	**2,2** *(2,6)*	**3,0** *(3,0)*	**2,7** *(2,4)*	**1,9** *(2,1)*	**2,0** *(2,0)*
IPC global corrigé de l'effet des modifications des impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	**2,3** *(2,3)*	**2,7** *(2,8)*	**2,3** *(2,7)*	**3,0** *(3,0)*	**2,7** *(2,4)*	**1,9** *(2,1)*	**2,0** *(2,0)*
WTI*** (niveau)	**58** *(58)*	**65** *(65)*	**75** *(71)*	**81** *(71)*	**78** *(72)*	**76** *(73)*	**74** *(73)*

* Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la *Mise à jour* de juillet du *Rapport sur la politique monétaire*.
** Dans le cas des semestres et des années complètes, le chiffre indiqué représente la moyenne des taux de croissance trimestriels annualisés respectifs.
*** L'hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Intermediate (en $ É.-U. le baril) se fonde sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 12 octobre 2007.

On s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'IPC global grimpe provisoirement aux alentours de 3 % à la fin de 2007, puis redescende à près de 2 % au second semestre de 2008.

Les prévisions relatives au taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global reflètent la légère révision de la trajectoire projetée de l'inflation mesurée par l'indice de référence et les attentes concernant les prix de l'énergie. Le taux d'augmentation de l'IPC global sera un peu plus élevé au premier semestre de 2008 qu'on ne l'anticipait en juillet, compte tenu de la hausse des cours à terme du pétrole brut. L'inflation mesurée par l'IPC global devrait grimper d'ici la fin de 2007, et s'établir à environ 3 % au quatrième trimestre, sous l'influence du repli des prix de l'essence survenu à la fin de 2006 et de l'ascension récente des cours au comptant et à terme du pétrole brut, encore que ce dernier effet

soit tempéré par l'appréciation du dollar canadien et le rétrécissement des marges observé récemment. L'inflation mesurée par l'IPC global devrait ensuite redescendre près de la cible de 2 % au second semestre de 2008 et s'y maintenir jusqu'à la fin de la période projetée.

Les risques pesant sur les perspectives

L'actualité économique et financière a été marquée par plusieurs événements importants depuis la parution de la *Mise à jour* de juillet. En conséquence, un certain nombre des risques qui avaient été évoqués à l'époque se sont réalisés à des degrés divers. Dans son nouveau scénario de référence, la Banque tient compte du renforcement de la demande des ménages, du repli plus marqué du secteur du logement aux États-Unis et de l'appréciation du dollar canadien. Toutefois, des risques importants, tant à la hausse qu'à la baisse, continuent de peser sur la projection de la Banque en matière d'inflation.

Le principal risque à la hausse est lié à la persistance de la demande excédentaire au sein de l'économie.

Du côté des risques à la hausse, il y a la possibilité que la demande excédentaire au sein de l'économie canadienne persiste plus longtemps que prévu, ce qui accentuerait les pressions sur l'inflation. Ce risque pourrait provenir de deux sources, soit une progression des dépenses des ménages plus solide que ce à quoi on s'attend et un taux d'accroissement de la productivité inférieur aux hypothèses. La montée soutenue du revenu des ménages, l'accélération de la croissance des crédits qui leur sont accordés et des agrégats monétaires au sens large, ainsi que la vigueur continue des prix des maisons laissent tous entrevoir le risque d'un nouvel essor de la dépense des ménages. Une augmentation plus faible de la productivité du travail se traduirait par une croissance de la production potentielle moins élevée que ne le prévoit le scénario de référence et, du même coup, par une intensification des pressions à la hausse sur les coûts unitaires de main-d'œuvre et l'inflation.

Le plus important risque à la baisse tient à la possibilité que le taux de change du dollar canadien se maintienne au-dessus du niveau moyen pris pour hypothèse.

Du côté des risques à la baisse, si le taux de change du dollar canadien devait se maintenir au-dessus du niveau de 98 cents É.-U. postulé pour la période de projection pour des raisons qui ne seraient pas liées à une demande de produits canadiens plus élevée que prévu, la production et l'inflation au pays seraient plus faibles. En outre, l'incidence sur la demande de biens et de services canadiens de l'appréciation cumulative du huard pourrait se révéler plus importante qu'escompté, compte tenu de l'ajustement considérable que celle-ci implique pour l'économie du pays. Les prix des biens de consommation pourraient être plus bas que projeté si, du fait de pressions concurrentielles, la hausse du dollar canadien en vient à se répercuter davantage sur les prix intérieurs. Il existe aussi une possibilité que l'atonie plus prononcée du secteur du

logement aux États-Unis freine la consommation plus qu'on ne s'y attend, et réduise encore la demande d'exportations canadiennes dans ce pays.

Les risques entourant la projection en matière d'inflation sont relativement équilibrés, quoique les risques à la baisse puissent être légèrement prépondérants.

Tout bien considéré, la Banque estime que les risques entourant la projection en matière d'inflation sont relativement équilibrés, quoique *les risques à la baisse puissent être légèrement prépondérants.*

L'évolution future et les conséquences économiques de la situation sur les marchés financiers internationaux représentent une source d'incertitude entachant les perspectives. Il subsiste également une faible probabilité que les déséquilibres mondiaux ne se résorbent pas de façon ordonnée.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié deux fois l'an, soit en avril et en octobre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en juillet et en janvier. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* au complet, du *Sommaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : 613 782-8248; numéro sans frais
en Amérique du Nord : 1 877 782-8248;
adresse électronique : publications@banqueducanada.ca;
site Web : www.banqueducanada.ca